

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI NAPOLI
“FEDERICO II”



UNIVERSITÀ DEGLI
STUDI DI NAPOLI
FEDERICO II

DOTTORATO IN “DIRITTO DELLE PERSONE, DELLE IMPRESE E
DEI MERCATI”, XXXI CICLO

TESI DI DOTTORATO:

“IL MERGER LEVERAGED BUY-OUT. OPERAZIONE DI INGEGNERIA FINANZIARIA TRA RISCHI ED OPPORTUNITA'. OPERAZIONE PREDATORIA O STRUMENTO DI CRESCITA DELLA COMPETITIVITA' DEL SISTEMA ECONOMICO?”

Relatore:

Chiarissima

Prof.ssa **MARILENA RISPOLI FARINA**

Dottorando:

Dott. **PASQUALE VILLANOVA**

A tutti i Maestri che ho avuto la ventura di incontrare lungo il mio percorso formativo. Ciascuno mi ha trasmesso un pezzo del suo sapere, tutti la gioia dell'impegno, la forza della dedizione, la capacità di riflessione

A mio padre, funzionario e dirigente della Pubblica Amministrazione di altri tempi, di cui ricordo la passione e dedizione, la puntualità e correttezza nell'adempimento della funzione pubblica, la capacità di giudizio e raziocinio, a volte severo, senza mai indulgere alla banalità e debolezza, la limpidezza dei rapporti personali

“Nel mondo liquido-moderno la solidità delle cose, così come la solidità dei rapporti umani, tende ad essere considerata male, come una minaccia: dopotutto, qualsiasi giuramento di fedeltà e ogni impegno a lungo termine (per non parlare di quelli a tempo indeterminato) sembrano annunciare un futuro gravato da obblighi che limitano la libertà di movimento e riducono la capacità di accettare le opportunità nuove e ancora sconosciute che (inevitabilmente) si presenteranno.

La prospettiva di trovarsi invischiati per l'intera durata della vita in qualcosa o in un rapporto non rinegoziabile ci appare decisamente ripugnante e spaventosa.”

Zygmunt Bauman, “Cose che abbiamo in comune: 44 lettere dal mondo liquido”

The merger leveraged buy-out

Art. 2501-bis c.c. fusione a seguito di acquisizione con
indebitamento

INDICE

INTRODUZIONE	7
--------------------	---

CAPITOLO I

DIBATTITO IN DOTTRINA E GIURISPRUDENZA PRIMA DELLA RIFORMA DEL 2003

1.1 Schemi contrattuali anglosassoni nel panorama giuridico italiano: il ruolo del principio di autonomia contrattuale.....	11
1.2 Le origini dell'operazione di LBO. Cenni storici.....	12
1.3 LBO nel diritto italiano: elementi strutturali dell'istituto e tratti di incompatibilità con il diritto societario.....	15
1.4. Le principali posizioni dottrinali ed orientamenti giurisprudenziali sul LBO prima della riforma del diritto societario.	20
1.5 Il leveraged buy-out in altri ordinamenti comunitari.....	40

CAPITOLO II

LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO (D.LGS. N.6 DEL 17 MARZO 2003): ART. 2501 bis c.c.

2.1 Legge delega n. 366 2001: la strada da seguire indicata dal legislatore in materia di <i>merger leveraged buyout</i>	43
2.2 Il nuovo art. 2501- <i>bis</i> c.c.: la riforma del diritto societario pone fine all'incertezza sulla liceità del LBO in Italia.	47
2.3. Progetto di fusione e relazioni (di amministratori, revisori legali ed esperti) allegate. Il lungo iter posto a garanzia di trasparenza e sostenibilità.	57
2.4. L'importanza dell'informazione pre-assembleare per la tutela degli "stakeholders". Invalidità dell'operazione e diritto di opposizione. ...	70
2.5 La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto nel caso di operazioni di MLBO.	75
2.5.1. Ancora sulla tutela di soci e creditori in operazioni di MLBO: il diritto di recesso e l'opposizione alla fusione.....	80
2.5.2. L'art. 2504-quater: la tutela risarcitoria degli stakeholders per violazione dell'art. 2501-bis.	90
2.6 Il controllo notarile.....	92

CAPITOLO III

LE VARIABILI APPLICATIVE DELLE OPERAZIONI DI MERGER LEVERAGED BUYOUT

3.1. Premesse sulla natura civilistica delle operazioni di LBO e sulla loro “ontologica” funzionalità.	94
3.2 Fusione inversa (reverse merger) ed acquisto di azioni proprie: le diverse pratiche messe in atto per evitare la violazione dell’art. 2357.	97
3.3 Family, management e workers buy out: varianti applicative del MLBO.	112
3.4 MLBO: profili di elusività	120
3.4.1 La deducibilità degli interessi passivi.....	125
3.4.2 Elusività e nuovo abuso del diritto	127
3.4.3 Il diritto di interpello.....	130

CAPITOLO IV

ANALISI DI ALCUNI CASI AZIENDALI DI MLBO

4.1. Breve panoramica delle caratteristiche del sistema aziendale-finanziario italiano.	134
--	-----

4.1.2. Il ruolo delle banche nel sistema economico italiano: “bancocentrismo” e principio di separazione tra banca ed industria.	136
4.1.3. La “scoperta” del <i>private equity</i> , il rilancio dell’uso della leva finanziaria nella riorganizzazione dell’impresa.....	139
4.2. Casi concreti di operazioni di MLBO. Il caso SEAT-Pagine Gialle: storia di un MLBO “corrosivo”.	141
4.2.1. Ducati: il caso dell’ascesa di una società più volte sottoposta al <i>leveraged buyout</i>	145
4.2.2 Autostrade S.p.A.: il merger leveraged buyout come mezzo di riorganizzazione societaria e rilancio industriale	149
4.2.3 Il report recente della società di revisione contabile “Price Coopers Water House presentato al Convegno AIFI (Associazione italiana del Private equity, Venture Capital e Private Debt).....	153
CONCLUSIONI.....	157
BIBLIOGRAFIA	161
SITOGRAFIA	172

INTRODUZIONE

Per comprendere lo spirito che anima lo studio effettuato sull'oggetto del presente lavoro, è utile esporre delle riflessioni preliminari di ordine generale, riguardanti il mondo ed il modo in cui viviamo.

“Il capitale”, ed in particolare la sua circolazione, rappresenta senza alcun dubbio “l'unità di misura” del sistema economico-sociale in cui siamo immersi; in tale contesto, il verbo “valutare” appartenente nello specifico alla terminologia economica fa oggi parte del nostro *modus cogitandi*, ognuno di noi pensa in termini di valutazione e per tale ragione ogni decisione umana non può non tener conto dei costi necessari alla sua attuazione.

Lo “strumento” che permette di coniugare valutazione, costi e decisioni è rappresentato, nella nostra epoca, dall'indebitamento.

Contrarre un debito per soddisfare un bisogno, anche voluttuario, fa parte ormai della quotidianità. Chi di noi non ha acceso un finanziamento per l'acquisto di un elettrodomestico, un'auto o uno *smartphone*? Quante famiglie, ogni anno ricorrono al mutuo fondiario per l'acquisto di una casa? Quanti imprenditori invece utilizzano lo strumento del fido bancario per rifornire le proprie attività? Ed in cosa consiste l'uso della carta di credito se non in un'anticipazione di denaro dall'istituto emittente dietro il pagamento di una commissione? Le risposte a tali domande vanno tutte nella stessa direzione: il ricorso al debito, al di là della eterogeneità in cui si manifesta, è diventato imprescindibile, un modo di vivere al quale ci siamo abituati. Per assurdo possiamo affermare che ci indebitiamo senza neanche accorgercene.

Ed è proprio l'indebitamento, a caratterizzare e ad essere il punto di partenza dell'operazione finanziaria che è oggetto di studio di questa tesi.

Si discorre di una tecnica di acquisizione di una società attraverso l'impiego di diversi negozi giuridici che coordinati tra loro danno vita ad un'operazione di "finanza strutturata": il *merger leveraged buy-out* (MLBO).

Il suo procedimento realizzativo consta di alcune fasi essenziali: costituzione di una nuova società (*new-company*), capitalizzazione della stessa con un finanziamento (*leveraged*), acquisizione (*buy-out*) del controllo di una società-obiettivo (*target*), e fusione finale tra *new-co* e *target* (*merger*), che spesso è realizzata attraverso il procedimento di "incorporazione inversa" (*reverse merger*). I principali effetti prodotti dall'operazione sono invece: acquisizione di una società senza l'impiego di ingenti risorse da parte dei promotori, traslazione del debito contratto sul patrimonio della società acquisita, mutamento della gestione della società rilevata.

L'analisi dell'istituto affronta diversi aspetti ed è il risultato di uno studio che parte dall'inquadramento giuridico dell'operazione, per poi assumere diversi sbocchi interdisciplinari in grado di generare importanti spunti riflessivi attinenti al contesto socio-economico italiano; tra i quali, ad esempio, la *quaestio* della centralità delle banche nel mercato del credito (cd. bancocentrismo).

De iure, l'ingresso dell'operazione di origine statunitense nel nostro ordinamento non è stato certamente agevolato dall'approccio "protezionistico" degli studiosi e dall' *auctoritas* dei tribunali; è emblematica a tal proposito la locuzione impiegata dalla Corte di Cassazione nella celeberrima sentenza n. 5503/2000 che definisce il *merger leveraged buy-out* "non importabile" in Italia, alla luce dell'inconciliabilità tra le sue spiccate

caratteristiche “liberiste”, e l’inviolabilità del divieto di assistenza finanziaria sancita dal nostro sistema di *civil law*.

Nonostante il principio generale di autonomia contrattuale costituisca la porta d’accesso per il *merger*, l’essenza finanziaria di quest’ ultimo, ed i suoi effetti ne hanno a lungo condizionato l’esistenza giuridica, dando vita ad accesi dibattiti, che hanno diviso gli studiosi in due correnti dottrinali (formalisti, favorevoli all’istituto e sostanzialisti, arroccati su posizioni contrapposte).

È stato necessario l’intervento legislativo -sospinto da esigenze di armonizzazione di derivazione comunitaria (direttiva CEE 78/855) - con atto di interpretazione autentica (legge delega 366/2001), per conferire al *merger* la piena “residenza” giuridica nel nostro ordinamento, attraverso l’introduzione dell’art. 2501-*bis* nel codice civile.

L’ attività riformatrice, assumendo un atteggiamento altamente garantista, ha subordinato la liceità dell’impiego della leva finanziaria all’adozione di numerose e consistenti cautele procedurali, prevedendo una numerosa messe di obblighi informativi nei confronti di soggetti terzi portatori d’interessi costituzionalmente protetti, che possono essere considerati a pieno titolo le “parti deboli” dell’operazione posta in essere.

Il riconoscimento giuridico non ha però risolto tutte le criticità che l’istituto si porta dietro, è necessario ricordare, ad esempio, che il MLBO è stato numerose volte “tacciato” di elusività fiscale, e non va neppure dimenticato il fondato pericolo di “annacquamento” del capitale di una società in cui si può incorrere durante la fase di *reverse merger*.

La serie di problematiche sollevate da tale istituto, sia giuridiche, sia fiscali, sia economico-finanziarie ruotano tutte intorno all’impatto che l’uso della leva finanziaria genera sull’economia reale.

Pertanto ci si chiede: «il *merger leveraged buyout*, è davvero un efficiente strumento in grado di facilitare il ricambio nella gestione delle imprese, favorendo il rilancio dell'economia attraverso lo sviluppo di idee innovative? Oppure si risolve in una pericolosa tecnica predatoria in grado di mettere in ginocchio floride realtà aziendali, favorendo gli interessi speculativi dei promotori a scapito degli *stakeholders*?» L'ultima parte del presente lavoro, attraverso l'analisi di casi aziendali concreti, e delle varianti applicative dell'istituto (*family, workers e management buy-out*), dà risposta a tali interrogativi, mettendo una pietra sui dubbi che hanno alimentato a lungo l'incerta utilità del MLBO. E, alla luce dei risultati che hanno caratterizzato la vita di queste operazioni in altri ordinamenti statali, ritiene auspicabile da un lato un atteggiamento di maggiore fiducia da parte delle istituzioni nelle loro intrinseche potenzialità, e dall'altro che ad animare gli intenti dei promotori di tali operazioni vi siano valide ragioni economiche dirette dal buon senso e dal rispetto delle libertà del prossimo.

CAPITOLO I

DIBATTITO IN DOTTRINA E GIURISPRUDENZA PRIMA DELLA RIFORMA DEL 2003

1.1 Schemi contrattuali anglosassoni nel panorama giuridico italiano: il ruolo del principio di autonomia contrattuale.

“*Leveraged*”: leva finanziaria o più comunemente detto indebitamento, questo sta ad indicare la prima lettera dell’acronimo LBO, l’istituto di origine nordamericana, “adottato” dal nostro sistema civilistico in seguito all’apertura della nostra società a nuovi schemi contrattuali, o meglio all’“attitudine” tipicamente nordamericana di combinare vari tipi di contratto per il compimento di operazioni economiche.

La necessità di creare un mercato globale ed il contestuale abbattimento di ogni barriera capace di ostacolare lo scambio economico-commerciale, ha messo in contatto il nostro ordinamento con culture socio-economiche diverse, in particolare quella anglosassone. Tale contatto ha inevitabilmente dato origine ad un processo che potremmo definire “osmotico”, caratterizzato da una reciproca influenza culturale¹ che nel nostro ordinamento si manifesta nella moltiplicazione degli schemi negoziali appartenenti alla categoria dei contratti atipici o innominati².

¹ Il fenomeno è riconducibile agli effetti prodotti dalla rinascita- in seguito all’unificazione del mercato europeo- della *lex mercatoria*, sul tema: F. MARRELLA, *La nuova lex mercatoria. Principi Unidroit ed usi del commercio internazionale*, in *Trattato di Diritto Commerciale dell'Economia* diretto da Francesco Galgano, Vol. XXX, Padova, CEDAM, 2003; F. GALGANO, *Lex Mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 1993; F. BORTOLOTTI, *Diritto dei contratti internazionali*, Padova, CEDAM, 1997; F. SBORDONE, *Contratti internazionali e lex mercatoria*, Napoli, ESI, 2008.

² Sono cospicue le elaborazioni della dottrina sul tema: M. COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981, in AA VV *Tipicità e atipicità dei contratti*, *Quaderni di Giurisprudenza Comm.*, Milano 1983, p. 192 ss.; V. MAIELLO, *I problemi di legittimità e disciplina dei contratti atipici*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1987, I; CLARIZIA, *Contratti innominati* in *Enc. Giuridica Treccani*, Roma 1989; P. RESCIGNO, *Note*

Il principio generale di autonomia contrattuale disciplinato dal codice civile³ ha rappresentato una vera e propria “porta d’accesso” al nostro sistema giuridico di contratti difficilmente inquadrabili negli schemi tipici quali ad esempio il *leasing*, il *sale and lease back*, il *factoring*, il *venture capital*, ecc.

E’ in tale scia che si colloca l’ingresso delle operazioni di *leveraged buyout* in materia di diritto societario, che trova oggi espresso riconoscimento nel libro V, titolo V, capo X art.2501 bis del codice civile, rubricato: “Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento”. Tale riconoscimento è però il frutto del superamento di uno scontro dottrinale e giurisprudenziale caratterizzato dalle diverse posizioni di giudici e studiosi rispetto alla liceità delle attività svolte attraverso tale operazione economica.

1.2 Le origini dell’operazione di LBO. Cenni storici.

Per comprendere le caratteristiche strutturali e le finalità dell’istituto che hanno dato origine alle diatribe in giurisprudenza e dottrina è opportuno innanzitutto analizzare le sue ancestrali origini.

Il *leveraged buyout* nasce negli USA tra gli anni 70’ e 80’, esso consiste nella costituzione di una società (*newco*) che ha lo scopo di acquisire le azioni o quote di una società bersaglio (*target*) per l’ottenimento del controllo o addirittura dell’intera proprietà della stessa. La peculiarità di tale

sull’atipicità contrattuale in Contr. Impr., 1990 p. 43 ss.; GARDANI-CONTURSI-LISI, *Contratti atipici*, in Giur. Sistemica, Torino 1997; A. LUMINOSO, *Appunti sui negozi traslativi atipici – Corso di diritto civile*, Milano, Giuffrè, 2007.

³ Art. 1322 c.c.: “Le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge (e dalle norme corporative). Le parti possono anche concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l’ordinamento giuridico”.

operazione, dal punto di vista finanziario, sta nel fatto che il capitale di rischio (*equity*) apportato in *newco* ed investito per l'acquisizione derivi da un finanziamento da terzi, chiaramente intermediari, e quindi dal ricorso alla leva finanziaria (*leverage*); ma in particolare, a caratterizzare l'operazione è il fatto che la garanzia di tale indebitamento consista nei flussi di cassa (*cash flow*) derivanti dalle attività della società bersaglio, o dalla dismissione di cespiti patrimoniali, rami d'azienda od altri *asset* societari.

Questa operazione rappresentava l'evoluzione di un'altra tecnica finanziaria prettamente statunitense la “*going private*”⁴ (privatizzazione di una società quotata in borsa⁵).

Inizialmente le attività di LBO colpirono società piccole, i cui moderati fatturati ed il basso indebitamento diedero esiti positivi. In virtù degli ottimi risultati conseguiti sulle piccole società, e di determinate circostanze

⁴ Si riporta la definizione, a titolo esemplificativo, di *going private*: dal sito www.investopedia.com la *going private* è definita come: «a transaction or a series of transactions that convert a publicly traded company into a private entity. Once a company goes private, its shareholders are no longer able to trade their stocks in the open market. Private equity firms will typically purchase a struggling company, make it into a private entity, reorganize its capital structure, and issue stocks once a profit can be realized. (una transazione o di una serie di operazioni che convertono una società quotata in borsa in un ente privato. Una volta che una società viene privatizzata, i suoi azionisti non sono più in grado di scambiare i loro titoli in borsa; le aziende a capitale privato in genere procedono all'acquisto di una società in difficoltà, per farne un soggetto privato, riorganizzarne il capitale, e le riserve; una volta risolta la questione può essere realizzato un profitto.)»

⁵ Per una più approfondita analisi del fenomeno di rimanda a A. DEL GIUDICE: *Going private transactions. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, Franco Angeli, 2012.

finanziarie⁶ dell'epoca, si passò all'acquisizione di *target* più influenti⁷, con un cospicuo aumento delle operazioni di *buyout*⁸.

Bisogna inoltre sottolineare il parallelismo intercorrente tra l'aumento delle dimensioni delle *target* sottoposte alle operazioni di *leveraged buyout*, (che, come si è detto, mirarono al controllo di aziende sempre più importanti di ogni tipo di settore merceologico) e l'evoluzione del "tipo" di prestito contratto.

Se nelle prime operazioni era riscontrabile la sussistenza di un prestito garantito (dal patrimonio della società bersaglio), ed inoltre non era necessariamente contemplata la fase di *buyout*; in un secondo momento, a causa della maggiore importanza economico-finanziaria della *target*, si mirò all'acquisizione del controllo della società ed i prestiti iniziarono a non essere più (totalmente) garantiti⁹ (oltre al patrimonio della società bersaglio, che rappresentava una garanzia reale, il rimborso del prestito fu ancorato ai *cash flow* derivanti dalle attività di gestione della società acquisita che avevano sicuramente un carattere più aleatorio rispetto agli *asset* patrimoniali), prevedendo in alcuni casi la stessa partecipazione dell'istituto di credito all'investimento.¹⁰

⁶ In particolare il basso tasso d'interesse che gravava sui prestiti nella seconda metà del XX secolo negli USA, e la frequente presenza di azioni sottovalutate.

⁷ Come citato da G. GIARRETTA, *Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?* in *Tigor: Rivista di Scienze della Comunicazione - A.IV (2012) n.2 (luglio-dicembre)*. Si può ricordare ad esempio l'acquisto (nel 1982) della Gibson Greetings Cards da parte della Westray Corporation, guidata dall'ex ministro del Tesoro William Simon: tale operazione venne finanziata con 1 milione di dollari di mezzi propri e 79 milioni di dollari di capitali di prestito. Parte delle azioni della società acquisita fu poi rivenduta al pubblico sul mercato azionario a 290 milioni di dollari. William Simon realizzò un guadagno personale di 15 milioni di dollari consolidando la sua posizione nella Gibson in ragione un pacchetto azionario di 50 milioni di dollari. Su tale vicenda si veda E. K. CRAWFORD, *A management guide to leveraged buyouts*, New York, 1987, p. 17.

⁸ Si passò infatti da otto operazioni di LBO condotte nel 1980 per un valore di 24,5 milioni di dollari, ad oltre 500 società ristrutturate con tale operazione tra il 1984 ed il 1987, per un valore di centinaia di milioni di dollari di equity. (i dati in esame sono riportati da D.J. Morrissey in *Law, etichs and leveraged buyout*, 1988)

⁹ Si tratta di investimenti che per la loro elevata rischiosità ed aleatorietà sono stati etichettati, in alcuni casi, come "junk-bonds" (titoli spazzatura).

¹⁰ Si veda in proposito A. GERVASONI, F.L. Sattin, *Private equity e venture capital* in *Manuale di investimento nel capitale di rischio*, cit., pp. 173-178.

Fase successiva, non necessariamente presente in tutte le operazioni di LBO, è la cosiddetta “fusione inversa” ossia l’atto che prevede l’inglobamento di *newco* in *target* con conseguente fusione dei patrimoni sociali, parliamo in tal caso di *merger leveraged buyout*, che è il tipo di operazione di LBO praticata nella maggior parte dei casi.

Ovviamente nel vecchio continente i primi casi di LBO si ebbero, intorno agli anni Ottanta, in Gran Bretagna, per poi diffondersi nel resto dei paesi europei nel decennio successivo.

In Italia, è all’inizio degli anni Novanta che si assiste alle prime operazioni di LBO, entrate fin da subito nel mirino della giurisprudenza¹¹ e della dottrina più autorevole¹² per i loro critici profili di contrarietà a norme inderogabili del diritto societario.

Non va inoltre trascurato il fatto che le operazioni di *leveraged buyout* furono poste in essere, con degli accorgimenti che potremmo definire “funzionali” alle discipline civili, penali e tributarie vigenti nei vari ordinamenti giuridici di riferimento.

1.3 LBO nel diritto italiano: elementi strutturali dell’istituto e tratti di incompatibilità con il diritto societario.

“Bestia proteiforme”, con questa locuzione autorevole dottrina¹³ descrive il carattere poliedrico del *leveraged buyout* che si presenta sotto varie

¹¹ Cfr la giurisprudenza riportata infra nei paragrafi successivi.

¹² Primo fra tutti ad avanzare riserve sulla liceità delle operazioni di *leveraged buyout* fu P. MONTALENTI autore di importanti opere ed interventi sul tema.

¹³ R. PARDOLESI, *I leveraged buyout, una novità a tinte forti[o fosche]?*, in *Giur. Comm.*(I) 1989, p. 402 ss..

forme applicative, esiste tuttavia un “nocciolo duro” comune a tutte le operazioni di LBO rappresentato da alcuni passaggi essenziali.

Prima di analizzare nello specifico tali passaggi, bisogna tenere presente l’obiettivo finale dell’intera operazione¹⁴ che consiste nell’acquisizione del controllo o dell’intera proprietà di una società [bersaglio (*target*)] trasferendo poi su di essa gli oneri finanziari contratti per affrontare l’investimento.

Come si è anticipato, il primo atto dell’operazione di *leveraged buyout* è la creazione di una nuova società di capitali detta *newco*, da parte dei soggetti che intendono acquisire la *target*; degni di particolare attenzione sono i due elementi essenziali della *newco*: l’oggetto ed il capitale sociale.

Essendo creata con la sola finalità di acquisire una società bersaglio, l’oggetto sociale della *newco* indicato nello statuto dovrà essere identico a quello della *target*, indicando tra l’altro, in modo espresso, la possibilità che il suo perseguimento sia ottenibile anche mediante la partecipazione ad altre società.¹⁵ Già in questo passaggio è possibile evidenziare una criticità rispetto al diritto societario: può infatti verificarsi la potenziale violazione del divieto di modificazione dell’oggetto sociale in seguito all’acquisizione di partecipazioni societarie in imprese che esercitano

¹⁴ E’ bene precisare che sull’impiego del termine “operazione” riferito ai casi di *leveraged buyout*, vi è stata in dottrina una precisazione. Secondo V. Barba, V. BARBA, *Profili civilistici del leveraged buyout* in *Pubblicazioni del Dipartimento di Diritto Privato e Comunitario* (a cura di) Giuseppe Benedetti, Università degli Studi di Roma La Sapienza, Milano, Giuffrè, 2003, p. 26, .nel caso di situazioni di *leveraged buyout* è più corretto, dal punto di vista giuridico, definire il fenomeno come collegamento negoziale, per l’autore infatti “la parola operazione o è capace di descrivere un meccanismo giuridico originale e, allora ha senso discorrere di essa, oppure si risolve nel collegamento, sicché sarebbe inutile utilizzarla per descrivere un fenomeno che possiede già un suo nome, moltiplicando così la nomenclatura giuridica”, quindi per utilizzare nuovamente le parole dell’autorevole studioso “operazione diventa sinonimo di collegamento negoziale” ed è in tal senso che può essere utilizzata nella citata opera.

¹⁵ Come è sostenuto da L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout* in *Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2001, pp. 9-10.

un'attività diversa dalla società acquirente¹⁶. Tale operazione potrebbe comportare una modificazione dell'oggetto sociale senza una delibera assembleare straordinaria¹⁷, ostacolando la possibilità per i soci dissenzienti di esercitare il diritto di recesso dalla società previsto dall'art. 2437 c.c.¹⁸

Passando adesso all'analisi dell'altro elemento di rilievo della *newco*, il capitale sociale, come sostenuto in dottrina¹⁹, esso fa della nuova società una scatola vuota, priva di *asset* significativi in cui il capitale di rischio apportato è basso rispetto alla totalità dell'investimento necessario all'acquisizione della *target*²⁰.

Elemento caratterizzante dell'intera operazione è il finanziamento ed in particolare le annesse garanzie di restituzione del debito contratto dalla *newco* per acquisire la *target*; per evitare un sindacato dell'autorità giudiziaria, giustificato dalla assistenza finanziaria all'acquisizione o sottoscrizione di proprie azioni, vietata dall'art. 2358 c.c. questo prestito presenta diverse caratterizzazioni.

E' proprio la violazione della norma richiamata a sollevare i dubbi di parte della giurisprudenza e della dottrina sulla liceità delle operazioni di *leveraged buyout*, in particolar modo quelle caratterizzate dalla successiva fusione della *newco* nella *target* con unione dei due patrimoni sociali.

¹⁶ Il divieto in esame è espresso dall'art. 2361 co.1 c.c.: «L'assunzione di partecipazioni in altre imprese, anche se prevista genericamente nello statuto, non è consentita, se per la misura e per l'oggetto della partecipazione ne risulta sostanzialmente modificato l'oggetto sociale determinato dallo statuto».

¹⁷ Si ricorda che il mutamento dell'oggetto sociale deve essere deliberato dall'assemblea straordinaria dei soci con la maggioranza prevista per la modifica dello statuto e prevede inoltre il diritto di recesso per il socio dissenziente cfr. infra nota successiva

¹⁸ Che prevede: «...(il)diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti:
a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale [2328, n. 3], quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società;»

¹⁹ L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout*, Op. cit., p.10.

²⁰ Dall'analisi delle operazioni di LBO svolte finora emerge, in media, un rapporto del 25-30 % del capitale di rischio apportato dai soci rispetto alla totalità dell'investimento, che viene finanziato per la restante parte dal ricorso alla leva finanziaria.

L'art 2358 c.c. rubricato "altre operazioni sulle proprie azioni" ha subito delle modificazioni ad opera dell'intervento del legislatore nel 2008²¹, è quindi indispensabile analizzare la lettera della disposizione antecedente a tali modificazioni che, dettate da esigenze di natura sovranazionale,²² risultano caratterizzate da un'impronta "maggiormente permissiva" rispetto alla disciplina precedente.

Prima di tale riforma l'art. 2358 c.c. stabiliva l'inderogabile divieto di assistenza finanziaria, diretta ed/od indiretta di una società all'acquisizione o sottoscrizione di azioni proprie²³, mentre per le società a responsabilità limitata tale divieto operava grazie all'art. 2483 c.c. rubricato analogamente al suo omologo "operazioni sulle proprie quote"²⁴. Dall'esegesi della lettera delle due disposizioni emerge l'utilizzo di formule stilistiche atte a sottolineare la perentorietà di tale divieto, basti pensare all'incipit dell'art. 2483 c.c. che esordisce con l'imperativa locuzione: "in nessun caso è consentita...", la giurisprudenza ha infatti considerato il divieto un vero e proprio principio di ordine pubblico²⁵ ed è quindi in tale contesto giuridico che sono sorti i dubbi dottrinali e le opposizioni giurisprudenziali alle operazioni di LBO.

L'interrogativo che riassume i termini della questione aprendo un acceso dibattito tra studiosi e tra giudici, è essenzialmente questo: "se attraverso

²¹ D.lgs. 4 ago 2008 in attuazione della direttiva 2006/68/CE

²² L'articolo è stato modificato in seguito all'obbligo del legislatore di attenersi alla direttiva comunitaria 68/2006

²³ "La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie.

La società non può neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia.

Le disposizioni dei due commi precedenti non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni proprie da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dell'ultimo bilancio regolarmente approvato"

²⁴ "In nessun caso la società può acquistare o accettare in garanzia le quote proprie, ovvero accordare prestiti o fornire garanzie per il loro acquisto o la loro sottoscrizione".

²⁵ Cass. 21 gennaio 1970 in *Giust. Civ* 1970, I, c 348.

l'operazione di LBO, il debito contratto dalla *newco* è traslato successivamente alla società *target* che ha subito l'acquisizione delle proprie partecipazioni, non è avvenuta in tal modo un'attività di assistenza finanziaria (a seconda dei modelli operativi, diretta od indiretta) da parte della società bersaglio per l'acquisto o sottoscrizione delle proprie azioni? *Ergo* è stato violato l'art. 2358 c.c.?"

Prima di addentrarsi nel merito delle posizioni di tribunali e giuristi è opportuno far luce sul principio di divieto di assistenza finanziaria e sulla sua ratio²⁶.

Il divieto di assistenza finanziaria all'acquisto di azioni proprie fu ereditato nel 1942 dal codice del commercio previgente²⁷, già nel 1976 ad opera dell'intervento del legislatore comunitario²⁸ si ebbe una prima novellazione dell'art. 2358 c.c. che portò all'ampliamento esplicito dell'applicazione del divieto, che operava sulle "anticipazioni e prestiti", anche alle garanzie così come già paventato dalla dottrina²⁹.

²⁶ In dottrina è possibile isolare tre filoni principali che attribuiscono al principio in esame tre funzioni diverse tra di loro: secondo G. Frè (G. Frè e G. Sisà, *Delle società per azioni* in *Commentario del codice civile a cura di Scialoja-Branca, a cura di F. Galgano*, Bologna-Roma, Zanichelli, 1997) il divieto posto dall'art 2358 c.c. è finalizzato ad evitare manovre discorsive da parte degli amministratori sul capitale della società, per altri, in particolare Ferri, Galgano, Simonetto, il divieto è posto a garanzia dei creditori sociali, c'è infine chi ritiene, come Gallesio Piuma, che la finalità sia di ordine economico-produttivo, in quanto la protezione dell'integrità del capitale sociale è funzionale a garantire produzione di reddito sociale.

Un orientamento più recente, riconducibile a S. Fortunato, ha ravvisato invece una maggiore complessità delle finalità dell'art 2358c.c. che: tende "alla tutela del capitale sociale, non in quanto strumento idoneo ad assicurare la garanzia dei terzi ovvero in quanto mezzo di produzione del reddito sociale, bensì come elemento di organizzazione della compagine sociale"; impedendo in tal modo il legislatore, alla società di "condizionare se stessa, il suo mercato azionario ed il conseguente assetto organizzativo della compagine sociale che invece devono costituire tendenzialmente la risultante di una libera scelta e di una libera concorrenza degli investitori, in base ad un giudizio di mercato, non falsato, sulle reali capacità produttive dell'impresa sociale".

²⁷ In base alla lettera dell'art 144 cod. comm. : "gli amministratori non possono acquistare le azioni della società per conto di essa...in nessun caso essi possono accordare sulle azioni stessa alcuna anticipazione".

²⁸ La direttiva CEE approvata il 13 dicembre 1976.

²⁹ Una parte della dottrina, in particolare F. MESSINEO, *L'art 144 codice di commercio e i riporti di azioni sociali* in *Riv. Dir. Comm.*, 1926, I, p.401. elaborò una concezione ampia del divieto includendo oltre ai mutui di scopo o agli anticipi anche i riporti di azioni, le garanzie, le fideiussioni, ecc.

L'intervento comunitario ha avuto il merito di dare una più completa specificazione al principio inderogabile di divieto di assistenza finanziaria spazzando via i residui dubbi dottrinali in merito alla effettiva portata della norma antecedente all'intervento del legislatore, il principio è stato considerato in dottrina una vera e propria norma "materiale"³⁰, ossia una disposizione che opera con l'obiettivo di evitare effetti giuridici ed economici determinati³¹ a prescindere dalle strutture giuridiche, soggettivamente ed/od oggettivamente congegnate che portano a tale risultato³². Ed è quindi dal concetto di materialità dell'art. 2358 c.c. che trova giustificazione la primigenia posizione della dottrina italiana nei confronti delle operazioni di LBO ed in particolare di *merger* LBO.

1.4. Le principali posizioni dottrinali ed orientamenti giurisprudenziali sul LBO prima della riforma del diritto societario.

Partendo dal contesto giuridico poc'anzi analizzato è possibile ora addentrarsi nell'analisi delle posizioni dei giuristi e dei tribunali che hanno caratterizzato e condizionato la vita delle operazioni di LBO nel nostro paese fino all'intervento del legislatore in merito nel 2003.

Il "fondamentalismo giuridico" che permea i sistemi di *civil law* fa sì che il giurista continentale, a differenza dei suoi colleghi anglosassoni, eviti di

³⁰ F. MARASCO, *Leveraged e management buyout, operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio* in Notariato, Milano IPSOA, 1996, p. 159 ss..

³¹ Nel caso di specie i risultati giuridico-economici da scongiurare attraverso l'applicazione del divieto sono: la possibilità di acquisire o sottoscrivere azioni proprie, anche indirettamente, e quindi garantire l'integrità e l'effettivo valore economico e nominale del capitale sociale.

³² La lettera dell'art. 2358 c.c. recita infatti: "*la società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisizione o per la sottoscrizione di azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia*".

avere un approccio “giustificativo” del negozio giuridico in ragione della finalità economica che con esso può essere perseguita; l’atteggiamento dello studioso della legge è, in particolare in Italia, quello di evidenziare i singoli aspetti del fenomeno giuridico per inquadrarli nell’ambito della normativa di riferimento, e verificarne la compatibilità³³, distinguendo l’aspetto economico ed i relativi vantaggi di un’operazione dalla sua disciplina giuridica.

Fino alla riforma del diritto societario del 2003 larga fetta dei giuristi italiani³⁴ è stata inflessibile nel ritenere contrarie alle norme inderogabili del diritto societario le operazioni di *leveraged buyout* ed in particolare di *merger leveraged buyout*. Nonostante le insistenti e sempre più numerose voci fuori dal coro³⁵, la dottrina più autorevole³⁶ si è manifestatamente schierata contro l’adozione dell’istituto in esame; le ragioni di questa

³³ Come fatto riferimento precedentemente si tratta di norme materiali che operano a prescindere dagli aspetti soggettivi ed oggettivi che il caso di specie comporta.

³⁴ Primo in assoluto ad osteggiare l’ingresso del leveraged buyout nel nostro ordinamento è stato P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout in Quaderni di Giurisprudenza Comm.*, Milano, Giuffrè, 1997, p. 120 ss.; seguito da U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e managements buy outs*, in AA. VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990, p. 17; ID., *Leveraged e management buy-out: ... una breve postilla*, in *Notariato*, 1996, p. 182.

³⁵ F. DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, UTET, 1992; F. CARBONETTI, *L’acquisto di azioni proprie* in *Riv. delle Società*, Milano, Giuffrè, 1988; A. MORANO, *Leveraged buyout, aspetti finanziari, giuridici e contrattuali*, Milano, IPSOA, 1989; A. GAMBINO intervento in AA.VV. *Il leveraged buyout in Italia*, in *Dir. Fall.*, 1990; A. FRIGNANI, *Il leveraged buyout nel diritto italiano* in *Giur. Comm.*, 1989, *Il leveraged buyout in Digesto, discipline privatistiche, sezione diritto commerciale*, IX, Torino, 1993; A. GOMMELLINI, *Le operazioni di leveraged buyout di fronte al diritto italiano delle società (conflitto d’interesse tra socio e società, operazioni sulle proprie azioni, frode alla legge)* in *Riv. di Dir. Comm.*, 1989; S. CALVELLO, *Leveraged buyout* in AA.VV. *Contratti del commercio, dell’industria e del mercato finanziario italiano* a cura di F. GALGANO, Torino, 1995; D. PREITE, *Il merger leveraged buyout e gli artt. 2357 e 2358 c.c.* in *Giur. Comm.*, 1993; I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell’ordinamento italiano* in *Giur. Comm.*, 1992; V. De Sensi, *Brevi note sul leveraged buyout* in *Dir. Fall.*, 1996; G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni* in AA.VV. *Trattato delle società per azioni* diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale, Torino, 1991; F. MARABINI, *I problemi sempre attuali del leveraged buyout* in *Giur. Comm.*, 1996; M. DI STASIO, *L’operazione di leveraged buyout in Italia* in *Impresa c.i.*, 1995; F. GRAMMEGN, *Note in punto di leveraged buyout* in *Riv. Comm.*, 1993; F. CAMILLETTI, *Alcune considerazioni in tema di fusioni e merger leveraged buyout* in *Giur. Comm.*, 1994, II; S.A. DESIDERI, *Il leveraged buyout tra illiceità e liceità (i limiti all’acquisto di azioni proprie)* in *Il Fisco*, 1993.

³⁶ Dottrina citata in nota 33.

ostilità non sono però uniformi, e vanno distinte in funzione dei vari modelli operativi di LBO.

Le due opposte correnti di pensiero, partono da un concetto condiviso, ossia che *il merger leveraged buyout* non costituisca di per sé una diretta violazione dell'art. 2358 c.c.³⁷ in quanto idoneo, così come strutturato, a superare qualsivoglia sindacato giudiziale che verta sui suoi aspetti formali.

Lo scontro nasce e si alimenta in ragione del diverso approccio allo studio, ed all'analisi delle varie fasi che compongono un MLBO; di fatto chi ritiene insindacabile, in modo assoluto, l'operatività dell'istituto nel nostro ordinamento giuridico, si sofferma sugli aspetti formali delle singole operazioni che danno vita al MLBO, evidenziandone la liceità³⁸; sul versante opposto è collocata invece la tesi che, soffermandosi sull'aspetto sostanziale dell'operazione, insistendo in particolare su elemento soggettivo e collegamento teleologico delle varie fasi dell'MLBO, tende a bollare tale operazione come in *fraudem legi*³⁹.

Formalisti e sostanzialisti si scontrano sulla valutazione di quasi tutti gli elementi che coinvolgono l'operazione di MLBO: la fusione, il principio di divieto di assistenza finanziaria, il concetto di garanzia, la funzione del capitale sociale e del patrimonio sociale, fino ad oltrepassare i confini civilistici della questione⁴⁰.

³⁷ Anche la tesi "sostanzialistica", non mette in dubbio la liceità formale e diretta dell'istituto rispetto all'art.2358 c.c., ma ne contesta l'uso fraudolento ed elusivo da parte di chi lo pone in essere.

³⁸ Tesi "formalistica" così definita da L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout* in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano, 2001, pp. 82 e ss.

³⁹ Tesi "sostanzialistica" definita così anch'essa in opposizione alla tesi formalista Ivi. p.94

⁴⁰ La tesi formalistica ricorre al divieto di analogia della legge penale avverso le elaborazioni dei sostenitori della tesi sostanzialista nell'applicazione dell'art. 2358 c.c. ai casi di LBO. La norma de qua, essendo inquadrata come principio materiale del sistema giuridico, è accompagnata da un divieto penale, e quindi non può arbitrariamente essere applicata a casi diversi da quelli tipizzati dalla lettera della disposizione (in cui non è espressamente menzionato il *leveraged buyout*). Di contro i sostanzialisti-in particolare P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout* in *Quaderni di Giur. Comm.*, Giuffrè, 1991- hanno fatto notare che non si tratterebbe di un'attività di interpretazione analogica interdetta dall'art. 14 delle

La dottrina favorevole all' LBO sviscera le singole operazioni mettendone in luce la regolarità formale e quindi la liceità.

Partendo dal primo atto, che consiste nell'accensione di un finanziamento da parte della *newco* per l'acquisizione della *target*, i formalisti tendono a sottolineare in primo luogo che il debitore assume il personale rischio dell'operazione, non essendovi alcuna certezza sul buon esito del *buyout*, ed in secondo luogo la totale estraneità all'operazione da parte della *target* al momento dell'erogazione del prestito⁴¹, scongiurando quindi l'ipotesi di un'assistenza finanziaria diretta. Proseguendo alla valutazione del passaggio successivo, che consiste nell'atto di fusione per incorporazione di *target* in *newco* o viceversa⁴², anche in questo caso, secondo i giuristi favorevoli, non sussiste un'attività di assistenza finanziaria, infatti pur derivando dalla delibera di fusione una commistione dei patrimoni sociali⁴³ che diventano quindi unica garanzia del debito contratto, tale operazione consiste essenzialmente in un mero effetto dell'atto di fusione che è solo successiva alla contrazione del debito.

Inoltre secondo tale tesi non è possibile inquadrare come garanzia in senso tecnico⁴⁴ l'attività di fusione e tutte le sue conseguenze di natura patrimoniale.

Preleggi, ma di un'attività ermeneutica estensiva della disposizione esaminata, che non è vietata per le norme penali.

Altro aspetto di natura extracivilistica che la tesi formalista oppone all'accusa di *fraus legi* è la "tolleranza" se non addirittura il carattere incentivante delle norme tributarie verso le operazioni di MLBO.

⁴¹ Secondo F. CARBONETTI, *L'acquisto di azioni proprie* in *Rivista Delle Società*, Milano, Giuffrè, 1988, i beni di *target*, al momento del finanziamento non sono ancora nella diretta disponibilità del soggetto che s'indebita.

⁴² E' frequente nella prassi delle operazioni di *merger leveraged buyout* che si assista ad una fusione inversa, ossia all'inglobamento della *new co* nella *target* e non viceversa, come la logica richiederebbe che accadesse.

⁴³ Come fatto notare da A. MORANO, *Liceità o illiceità del leveraged buyout* in *Le Società*, 1992, p. 885 ss., non è possibile accomunare l'incorporazione di un patrimonio per effetto della fusione all'acquisto di azioni proprie, anche in virtù delle successive vicende che colpiscono l'assetto azionario in conseguenza di un'operazione di fusione.

⁴⁴ Secondo i sostenitori di tale tesi- tra tutti A. FRIGNANI, *Il leveraged buyout nel diritto italiano* in *Giur. Comm.*, 1989, I, 419 e G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale 2, Diritto delle società* in *Diritto Commerciale*, UTET giuridica, Torino- l'art 2358 c.c. si riferirebbe solo alla garanzia di assistenza

Focalizzando l'attenzione sul bene giuridico protetto dall'art. 2358 c.c., che è il terreno di scontro tra le due tesi, esso consisterebbe nell'integrità del capitale sociale a garanzia dei soci di minoranza, dei terzi creditori della società, e della forza economica della stessa società per permetterle di conseguire l'oggetto sociale. Secondo i formalisti, nessuna di tale situazione verrebbe compromessa dall'attività di fusione nel *merger*.

In primo luogo infatti l'atto di fusione comporta l'azzeramento delle azioni delle due società per permettere la formazione di un nuovo assetto societario a seguito dell'inglobamento di un altro patrimonio; in tal caso le regole sul rapporto di cambio⁴⁵ in materia di fusione mirano alla tutela dei soci di minoranza⁴⁶. Per quanto riguarda invece i terzi, creditori delle società che si fondono, ad essi è riconosciuto il diritto di opposizione all'atto di fusione che può essere fatto valere fino a sessanta giorni successivi alla delibera di fusione⁴⁷, infine come sostenuto da parte della

finanziaria di natura tecnica, quella invece derivante dalla fusione sarebbe solo una garanzia generica, al momento del finanziamento il debitore non ha infatti la disponibilità del patrimonio post-fusione, si parla in tal caso di garanzia ipotetica, non rientrando quindi tra quelle sanzionate dalla norma imperativa di cui si discute.

⁴⁵ Si intende con tale espressione indicare il numero di azioni che i soci otterranno in seguito alla nascita di una nuova società, le nuove azioni emesse verranno calcolate in base alle azioni precedentemente detenute ed il loro valore sarà determinato da una serie di fattori illustrati dagli amministratori nel progetto di fusione posto all'approvazione dell'assemblea dei soci.

⁴⁶ Gli artt. 2501ter e ss. c.c. disciplinano la procedura di fusione delle società di capitali, stabilendo l'obbligo per gli amministratori delle società che si fondono di redigere un progetto di fusione che contenga l'illustrazione del rapporto di cambio operato, quest'ultimo sarà poi analizzato da uno o più esperti che redigeranno, ex art 2501sexies c.c. una relazione sulla congruità del rapporto di cambio; tale relazione servirà dunque ai soci per valutare la convenienza dell'operazione.

A tutela dei soci è importante sottolineare che gli esperti vengono scelti ai sensi dell'art.2409bis c.c. tra i revisori legali dei conti delle società di revisione contabile iscritte negli appositi registri, al fine di garantire la terzietà e l'imparzialità del giudizio sul rapporto di cambio prospettato.

⁴⁷ Ex art. 2503 c.c. La fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2502 bis, salvo che consti il consenso dei creditori delle società che vi partecipano anteriori all'iscrizione o alla pubblicazione prevista nel terzo comma dell'articolo 2501 ter, o il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso, ovvero il deposito delle somme corrispondenti presso una banca, salvo che la relazione di cui all'articolo 2501-sexies sia redatta, per tutte le società partecipanti alla fusione, da un'unica società di revisione la quale asseveri, sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dell'articolo 2501 sexies, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori. Se non ricorre alcuna di tali eccezioni, i creditori indicati al comma precedente possono, nel suddetto termine di sessanta giorni, fare opposizione.

dottrina⁴⁸ non è possibile richiamare la violazione dell'art. 2358 c.c. perché non si verificherebbe nemmeno il fenomeno “dell'annacquamento” del capitale sociale⁴⁹ in quanto interviene un mutamento del riferimento contabile della società (il capitale nominale)⁵⁰ che scongiurerebbe la falsa rappresentazione di una diversa realtà patrimoniale.

Dopo aver messo in rilievo l'impossibilità di sindacare giudizialmente ogni singolo atto dell'operazione, i formalisti sottolineano inoltre il carattere “neutro” della fusione in generale, sostenendo che i “motivi” che caratterizzano la volontà di fondere due società, sono insindacabili ed irrilevanti rispetto alla liceità del procedimento disciplinato dal codice, secondo autorevole dottrina⁵¹ la giurisprudenza pone un solo limite all'operazione di fusione, che è la sussistenza di un patrimonio netto attivo in tutte e due le società e non un equilibrio di patrimoni netti.

Un autore⁵² a sostegno dell'orientamento favorevole, ha infine avanzato l'ipotesi alquanto discutibile⁵³, di negare nel caso del *merger* la sussistenza di un “tessuto negoziale unitario”⁵⁴.

Risulta invece essere proprio quest'ultimo carattere “unitario” delle operazioni che compongono il *merger leveraged buyout* a rappresentare l'argomento fondamentale della tesi sostanzialista.

⁴⁸ A. GOMMELLINI, *Le operazioni di leveraged buyout di fronte al diritto italiano delle società* in Riv. Dir. Comm., 1989, I, 165.

⁴⁹ Con tale espressione si fa riferimento, nel gergo societario, ad una rappresentazione contabile della situazione patrimoniale diversa da quella reale e quindi ingannevole.

⁵⁰ L'atto di fusione, come precedentemente detto, parte dall'azzeramento del valore nominale delle azioni, per rideterminare il capitale nominale e il valore delle nuove azioni emesse sulla base del rapporto di cambio stabilito (dagli amministratori) e controllato (dai revisori), evitando di creare un falso valore patrimoniale.

⁵¹ A. GAMBINO, *Intervento* in Dir. Fall., 1990, che prosegue sostenendo che non è impugnabile la fusione de qua se vi è stata la determinazione di un giusto rapporto di cambio.

⁵² R. PARDOLESI, *I leveraged buyout, una novità a tinte forti[o fosche]?*, in Giur. Comm. (I) 1989.

⁵³ Come sostenuto dall'intera dottrina di segno opposto.

⁵⁴ Pardolesi afferma l'improbabile applicazione di un collegamento negoziale “al cospetto di un procedimento complesso quale è quello considerato”.

La dottrina più autorevole si è infatti schierata in modo piuttosto uniforme contro le operazioni di *merger leveraged buyout* che si configurerebbero come una palese *fraus legi*, un'operazione finalizzata a violare il divieto di assistenza finanziaria.

I sostanzialisti muovono la propria critica animati da una visione “moralista”⁵⁵ dei rapporti societari ed in particolare del principio di autonomia contrattuale⁵⁶, mettendo in crisi ogni singola manifestazione di legalità formale opposta dai formalisti. Ogni singolo atto, prima, e la complessiva operazione, poi, vengono sottoposti ad un'analisi sostanziale e di carattere “soggettivo”⁵⁷ che mette in risalto la reale volontà ed i motivi soggettivi illeciti che mirano a aggirare il divieto dell'art. 2358 c.c. attraverso un utilizzo abusivo⁵⁸ della regolarità formale dei singoli atti.

Il più accanito sostenitore della tesi *de qua* evidenzia innanzitutto il carattere materiale dell'art. 2358 c.c. per poi sottolineare come l'effetto finale

⁵⁵ Tale “etichettatura” è il frutto del sentimento critico che traspare dalle considerazioni di P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout* in *Quaderni di Giurisprudenza Comm. Op. cit.*, quando definisce l'operazione di LBO come «tecnica distortiva dei meccanismi fisiologici del controllo societario», e dall'intervento di F. GRANDE STEVENS, *Leveraged buyout/MBO* in AA. VV., *Fusioni, trasformazioni e concentrazioni di comodo: tra autonomia e controllo*, Convegno dicembre 1989, Madonna di Campiglio ed ID, *Il leveraged buyout* in *Dir. Fall.*, Milano, 1990: intervista che bolla le operazioni in esame come “furberie” e addirittura parla di “delitto perfetto”.

⁵⁶ Ci si riferisce in questo caso al principio di libertà di contrattare delle parti contraenti, ex art. 1322 c.c. «le parti possono liberamente determinare il contenuto del contratto nei limiti imposti dalla legge [Cost. 41][e dalle norme corporative].» consistente nella libera determinazione del contenuto del contratto, e non alla libertà contrattuale di scegliere liberamente la controparte.

⁵⁷ L'aggettivo fa riferimento all'elemento psicologico che caratterizza i singoli atti posti in essere in modo doloso per aggirare le disposizioni del caso.

⁵⁸ In materia di abuso del diritto la dottrina è sterminata, è opportuno, per tanto, partire dalla norma di riferimento che è quella contenuta nella lettera di cui all'art. 1322 c.c. co.2: «...le parti possono concludere contratti che non appartengono ai tipi aventi una disciplina particolare, purché siano diretti a realizzare interessi meritevoli di tutela secondo l'ordinamento giuridico» in combinato disposto con il principio generale di divieto di abuso del diritto espresso dall'art. 833 c.c. rubricato “Atti d' emulazione”: «il proprietario non può fare atti i quali non abbiano altro scopo che quello di nuocere o arrecare molestia ad altri». L' esegesi di tali disposizioni stabilisce che il limite all' esercizio di un qualsiasi diritto od una libertà, in generale, è costituito dalla ratio che sottende la sua attribuzione.

Non può verificarsi dunque un utilizzo di facoltà e poteri connessi all'esercizio del diritto per finalità diverse da quelle che la norma intende perseguire o più in generale contrarie ai principi supremi dell'ordinamento giuridico. Tale comportamento abusivo è pertanto punito con la nullità dell'atto posto in essere per illiceità dei motivi.

delle singole operazioni che compongono il *merger* costituisca la violazione dell'interesse protetto dalla norma.

Una considerazione globale delle singole operazioni che di per sé hanno causa lecita mette in luce l'esistenza di un unitario disegno negoziale "smascherato" dal ricorrere di diversi elementi probatori della fraudolenza quali, ad esempio, la vicinanza cronologica delle operazioni di finanziamento e fusione delle due società, che non dovrebbe fisiologicamente avvenire così repentinamente se fosse giustificata dal solo rafforzamento della situazione economico-patrimoniale.

Il fine unitario sarebbe quindi quello di acquisire il controllo o l'intera proprietà di una società, senza disporre del potere economico necessario ma sfruttando la ricchezza della stessa *target* immediatamente possibile.

La frode sarebbe oggettivamente caratterizzata sia dal nesso teleologico sussistente tra le operazioni principali di finanziamento e successiva fusione e, soggettivamente, dalla comune volontà delle parti di perseguire con la fusione una funzione diversa da quella tipicamente prevista dalla legge⁵⁹.

Secondo i sostanzialisti, quando manca totalmente un reale *business purpose* all'operazione di fusione, in assenza di un dettagliato piano imprenditoriale di concentrazione di imprese e di vantaggi economico-patrimoniali per entrambe le società, l'atto di fusione dovrebbe considerarsi, a prescindere dal *nomen iuris*⁶⁰, un mero accollo da parte della *target* del

⁵⁹ Fondamento sostanziale della fusione sarebbe la concentrazione di organismi produttivi, che non dovrebbe mai essere assente nonostante la possibile presenza di motivi ulteriori, l'assenza di una *business reason* è elemento sufficiente a sollevare un dubbio sulla liceità delle finalità che i soggetti coinvolti nella fusione intendono perseguire.

⁶⁰ Emerge qui l'evidente richiamo della dottrina al principio di prevalenza della sostanza sulla forma del contratto[ex art. 1362 c.c. in tema di interpretazione del contratto «...si deve indagare quale sia stata la comune intenzione delle parti e non limitarsi al senso letterale delle parole»] che è corollario del principio di libertà contrattuale e che dà il nome alla corrente dottrina de qua.

finanziamento acceso dalla *newco*⁶¹ per acquistarla e quindi un sostanziale atto di assistenza finanziaria⁶² che integra il raggio della norma imperativa. Da tale situazione dovrebbe scaturire la nullità dell'intera operazione posta in essere⁶³.

La dottrina, riepilogando, evidenzia come, nei casi di assenza di uno specifico scopo d'affari, si manifesti la surrogabilità tra operazioni di fusione nelle operazioni di *merger leveraged buyout* ed assistenza finanziaria per l'acquisto di proprie azioni, concretizzandosi la «radicale deviazione dell'atto dai presupposti fisiologici di esso insiti nella disciplina positiva».⁶⁴

Secondo alcuni inoltre⁶⁵, a differenza di ciò che sostengono i formalisti, l'attività di *leveraged buyout* avrebbe effetti pregiudizievoli anche per il capitale sociale causati da un disequilibrio tra rivalutazione del patrimonio sociale successivo alla fusione ed assenza di nuovi conferimenti in natura al capitale nominale⁶⁶.

Passando ora a considerare le posizioni del diritto “vivente”, anche la giurisprudenza di questi anni, si attesta su posizioni strettamente connesse alla tesi sostanzialistica, nonostante la prima decisione in tema di LBO

⁶¹ L'operazione infatti consisterebbe in una effettiva traslazione del debito della *newco* sul patrimonio della *target* che non godrebbe di alcun beneficio economico-patrimoniale.

⁶² Come sostenuto da P. MONTALENTI, *Leveraged buyout*, *Op. cit.* p.112; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato* in AA. VV. *Fusioni, concentrazioni, e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano 1990, p.150; F. MARASCO, *Leveraged e management buyout: operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio*, in *Notariato*, 1996.

⁶³ Secondo la corrente dottrina in esame in tal caso l'art. 1344 c.c. in combinato disposto all'art 1343 c.c. dispone la sanzione della nullità del contratto posto in essere con richiamo dell'art. 1418 c.c. «il contratto è nullo quando è contrario a norme imperative,...(oppure per) l'illiceità della causa[art.1343],l'illiceità dei motivi[art.1345]...»

⁶⁴ P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, *Op. cit.* p.111.

⁶⁵ F. MARASCO, *Leveraged e management buyout: operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio*, *Op. cit.*.

⁶⁶ Come sostenuto da MARASCO IVI. L'importo del valore nominale del capitale sociale viene contabilmente incrementato per ripianare il disavanzo di fusione rivalutando beni patrimoniali di target senza fare ricorso ad un nuovo afflusso di conferimenti in natura. La rivalutazione contabile degli assets già presenti in società comporterebbe quindi un annacquamento del capitale sociale.

ricorra nel 1992 nel celeberrimo “caso Farmitalia”,⁶⁷ emblematiche risultano essere in particolar modo due pronunce successive: una del Tribunale di Milano, risalente al Maggio del 1999 e l'altra emanata nell'anno successivo dalla V sez. Penale della Corte di Cassazione.

Bisogna sottolineare che mentre il Tribunale milanese adottava posizioni più permissive⁶⁸, auspicando un controllo “caso per caso” della liceità delle operazioni di *leveraged buyout*, la Suprema Corte ha assunto al riguardo una posizione di totale censura dell'istituto argomentando che «ostando il principio fissato nell'art. 2358 c.c....tale istituto (il *leveraged buyout*) non è importabile in Italia» arrivando quindi a stabilirne la totale illiceità.

Un ulteriore documento giurisprudenziale oggetto di esame è il provvedimento di archiviazione del g.i.p. pronunciato presso il Tribunale di Brescia, il 1° giugno 1993, in relazione alla S.p.A. Fratelli Marzoli. Analogamente al caso precedente, si tratta di un'operazione di merger leveraged buy-out realizzata alla fine degli anni '80.

Il g.i.p di Brescia affermò che “nessuna violazione formale degli artt. 2357 e 2358 c.c. è dato riscontrare nell'operazione “Marzoli”⁶⁹. Il Tribunale di Brescia sottolineò che l'operazione posta in essere dalla società acquisita (Fratelli Marzoli S.p.A.) non era classificabile come acquisto di azioni proprie: “tale società si estingue per effetto della fusione e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate”.

⁶⁷ Trib. Milano 14 maggio 1992 sede civile in *Foro it.*, 1992; Trib. Milano 30 giugno 1992 sede penale in *Foro it.*, 1993.

⁶⁸ Secondo i giudici milanesi: «Nel caso di un'operazione di *leveraged buyout*, attivata attraverso il procedimento di fusione, si deve accertare caso per caso se l'operazione concretizzi un negozio in frode alla legge e cioè se siano stati utilizzati strumenti oggettivamente leciti per aggirare lo specifico divieto alla società emittente, di concedere prestiti o garanzie per l'acquisto di proprie azioni. Se il *leveraged buyout*, attuato attraverso il procedimento di fusione, è sorretto da un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow*, non è configurabile un negozio in frode alla legge.»

⁶⁹ L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout* in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè 2001, pp. 56 e ss.

Il g.i.p. bresciano non si limitò ad affermare l'insussistenza dell'illiceità dell'operazione rispetto agli art. 2357 e 2358 c.c., ma arrivò perfino a confutare, con riguardo all'operazione in esame, quella tesi dottrinaria che qualificava il merger leveraged buy-out come un negozio in frode alla legge.

Tuttavia, come affermato da autorevole dottrina, “per esservi frode alla legge è necessario che manchi un interesse legittimo ad eseguire una determinata operazione e che l'unico interesse sia l'aggiramento della norma elusa”⁷⁰. Dunque, in tale ottica l'esistenza di un corretto interesse aziendale e di un ragionevole obiettivo strategico economico appaiono, i requisiti che consentono di escludere la sussistenza di operazioni in frode ai disposti degli artt. 2357 e 2358 c.c.⁷¹.

Particolare importanza assume, altresì, l'intervento giurisprudenziale emesso dal Tribunale di Ivrea, il 12 agosto 1995, nell'ambito del fallimento di Manifattura di Cuorné S.p.A. Nel caso di specie, i giudici affermarono che le particolari operazioni poste in essere avevano “come scopo quello di far sì che il costo dell'acquisto delle azioni finisse per essere assunto dalla stessa società Manifattura di Cuorné, le cui azioni erano compravendute. Si tratta di una sorta di leveraged buyout che deve considerarsi illecita per violazione dell'art. 2358 c.c., norma che vieta alla società di accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle proprie azioni”.

⁷⁰ L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout*, Op. cit., p. 59.

⁷¹ Il giudice afferma: “Nel caso di specie, come sopra evidenziato, l'operazione di m.l.b.o. è stato il mezzo tecnico utilizzato dal gruppo Finpez al fine di acquisire il gruppo Marzoli e tale acquisizione rispondeva all'esigenza – verificata ed accertata dal perito – per il gruppo Finpez di presentarsi sul mercato internazionale offrendo ai clienti tutti i macchinari necessari all'intero ciclo produttivo permettendo, contestualmente, di superare, pure, i problemi che avrebbe comportato una trattativa diretta volta alla cessione della “F.lli Marzoli” alla “Finpez” a causa dell'estrema litigiosità dei detentori dei pacchetti azionari della S.p.A. “F.lli “Marzoli”: all'evidenza, dunque, nel caso in esame, non può prospettarsi neppure un procedimento in frode alla legge»

Il Tribunale di Ivrea considera irrilevante il fatto che il prestito sia stato fatto dalla target Manifattura di Cuornè alla newco Teseo non direttamente, ma mediante altre società, nonché, la circostanza che il finanziamento sia stato concesso successivamente all'acquisto delle azioni da parte di Teseo s.r.l., in quanto “il divieto dei prestiti è posto in via generale ed onnicomprensiva per “l'acquisto” delle azioni, ed è pertanto riferibile, anche dal punto di vista letterale, tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque entrambi strumentali rispetto all'acquisto stesso”⁷².

Il passaggio su cui si focalizza l'attenzione di giudici e studiosi è l'atto di fusione che è considerato uno stratagemma congegnato per eludere il divieto di assistenza finanziaria e compiere dunque un atto di frode alla legge.

Un' ultima corrente dottrina⁷³ ha fortemente contribuito ad un ribaltamento dell'atteggiamento “ostile” di giuristi e giudici nei confronti di quest'operazione, smontando di fatto ogni argomento costruito dalla dottrina sostanzialistica e dai tribunali e spalancando definitivamente le porte del nostro codice civile all'ingresso delle operazioni di *leveraged buyout*, attraverso la riforma del diritto societario del 2003.

La corrente in esame in primo luogo rivaluta la *ratio* ispiratrice dell'art. 2358 c.c.

Attraverso quella che può essere definita un'interpretazione sistematica, la dottrina *de qua* ha sottolineato il legame intercorrente tra la disposizione in esame e quella che la precede⁷⁴, stabilendo definitivamente che

⁷² L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout*, *Op. cit.*, pp. 53-55.

⁷³ Riconducibile a LUCA G. PICONE, *Idem*, *Op. cit.*...

⁷⁴ Art. 2357 c.c. «La società non può acquistare azioni proprie se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato. Possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate.

l'interesse protetto dalle due norme non è l'integrità del patrimonio sociale ma piuttosto l'effettività del capitale nominale della società che potrebbe essere compromesso da atti come la concessione di garanzie o prestiti per l'acquisto di azioni proprie⁷⁵.

Il secondo argomento abilmente smontato riguarda la presunta tipicità della causa che, secondo i sostanzialisti caratterizza il negozio giuridico della fusione.

Dall'esito di una rassegna delle variegate fattispecie di fusione che hanno vita nel mondo societario è palese che non in tutti i casi la fusione trovi giustificazione nel motivo tipico individuato dalla tesi sostanzialistica, basti pensare ai meri effetti di riordino societario o di snellimento istituzionale che giustificano le fusioni tra imprese di uno stesso gruppo.

Inoltre è necessario sottolineare come l'art. 2357-bis c.c. introduca una sorta di "esimente" che esclude l'applicazione delle limitazioni imposte dall'art. 2357 c.c. in caso di successione universale *infra vivos* o fusione⁷⁶.

In base a tali osservazioni e soprattutto dall'analisi della vincolante procedura che caratterizza un'operazione di fusione, viene messo in luce il carattere "neutro" della stessa.

L'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea, la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo ed il corrispettivo massimo.

In nessun caso il valore nominale delle azioni acquistate a norma dei commi precedenti può eccedere la quinta parte del capitale sociale, tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate.

Le azioni acquistate in violazione dei commi precedenti debbono essere alienate secondo modalità da determinarsi dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto. In mancanza, deve procedersi senza indugio al loro annullamento e alla corrispondente riduzione del capitale. Qualora l'assemblea non provveda, gli amministratori e i sindaci devono chiedere che la riduzione sia disposta dal tribunale secondo il procedimento previsto dall'articolo 2446, secondo comma.

Le disposizioni del presente articolo si applicano anche agli acquisti fatti per tramite di società fiduciaria o per interposta persona»

⁷⁵ È notevole sottolineare come l'acquisto di azioni proprie, a differenza dell'assistenza finanziaria, non sia vietato in ogni caso, ma anzi sia ammesso nel rispetto delle disposizioni dettate dalla lettera dell'art. supra menzionato.

⁷⁶ Come sostenuto da E. SABATELLI, *Deroghe alla disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie* in AA.VV., *La seconda direttiva in materia societaria* a cura di L. BUTTARO e A. PATRONI GRIFFI, Milano, Giuffrè, 1984.

Per i sostenitori di tale tesi infatti il legislatore mostra un totale disinteresse ai motivi che sottostanno all'atto di fusione, poiché la tutela delle "parti deboli"⁷⁷ coinvolte dall'operazione è fondamentalmente affidata ad una serie di obblighi preliminari alla fusione che sono altamente garantisti⁷⁸.

Altro aspetto critico che è stato messo in luce da tale dottrina è l'incoerenza che caratterizza sia l'atteggiamento sostanzialista ma in particolare le motivazioni sorrette dal Tribunale meneghino nella sentenza del 13/05/1999.

Sia i giuristi che i giudici, optando per una selezione delle operazioni caso per caso, sulla base dei meri effetti economici dell'operazione, ed in particolare del rapporto tra debito e capitale risultante dal *merger leveraged buyout*, non fanno altro che giustificare, o meglio subordinare la liceità di un'operazione giuridica ad i risultati economici, discostandosi dal metodo e dal compito che è affidato al giurista⁷⁹ nel nostro ordinamento.

Ultimo punto di forza della tesi in esame è la critica alla possibilità di richiamare l'applicabilità della frode alla legge nei casi di *merger leveraged buyout*.

La definizione di *fraus legi* di cui all'art. 1344 c.c. rappresenta un principio generale elaborato per controbilanciare la libertà contrattuale dei *cives* riconosciuta dall'art. 1322 c.c. Ritenuta pacifica la classificazione di tale disposizione come clausola generale, risulta di conseguenza

⁷⁷ Intendo riferirmi con tale locuzione ai soci di minoranza delle società che partecipano alla fusione ed ai creditori delle stesse.

⁷⁸ Si veda la disciplina già esaminata supra in materia di obblighi degli amministratori delle società nella redazione degli atti preparatori alla fusione.

⁷⁹ Secondo tale approccio infatti piuttosto che verificare la compatibilità giuridica del *merger leveraged buyout* alle norme dell'ordinamento, se ne discute la liceità alla luce delle conseguenze economiche conseguite, allontanandosi dalla strada che il giurista, nella sua attività di studioso della legge, deve seguire.

indispensabile esercitare un'attività interpretativa preliminare alla sua applicazione ai casi di specie.

Prima di affrontare il discorso inerente all'attività di sussunzione del *leveraged buyout* all'art.1344 c.c. - ovvia per i sostanzialisti - bisogna evidenziare che il pensiero della dogmatica in materia di frode alla legge non è univoco⁸⁰.

Aderendo agli orientamenti nostrani in materia di *fraus legi*, la dottrina *de qua* ricostruisce i passaggi seguiti dalla giurisprudenza nel classificare un negozio come fraudolento.

Dopo aver distinto la frode dalla contrarietà alla legge⁸¹, possono essere isolati due elementi ritenuti fondamentali per l'individuazione dei casi critici:

- Surrogabilità economica tra procedimento proibito e procedimento elusivo;
- Totale assenza di un interesse dei soggetti agenti a porre in essere il negozio fraudolento, se non appunto quello di eludere l'applicazione di una norma imperativa.⁸²

Nei casi in cui la giurisprudenza è intervenuta a stabilire la fattispecie di contratto in frode alla legge⁸³, ha disposto in via generale, che ai fini

⁸⁰ Esistono infatti teorie divergenti in materia di definizione di frode alla legge: in particolare esiste, da un lato, una corrente dottrinarica di derivazione tedesca che distingue tra norme materiali, la cui violazione, o meglio deviazione verso scopi diversi da quelli prestabiliti dalla *ratio legis*, integrerebbe il comportamento fraudolento e norme formali, la cui violazione non integra la frode; dall'altro lato invece esiste una corrente di derivazione italiana che elabora il concetto di frode alla legge partendo dalla distinzione tra teoria oggettiva e soggettiva. Per i sostenitori della teoria soggettiva si ha frode se il negozio raggiunge le identiche finalità proibite dalla norma imperativa indipendentemente dall'elemento psicologico degli autori del negozio; i "soggettivisti" invece richiedono come elemento necessario per qualificare la fraudolenza del negozio oltre alle violazioni dei divieti della norma imperativa, anche la presenza della volontà delle parti di aggirare il divieto.

⁸¹ Mentre il negozio in frode alla legge è caratterizzato dalla liceità formale degli atti posti in essere rilevando le sole finalità perseguite, o i risultati economici che deviano dalla causa tipica del negozio posto in essere, il negozio *contra legem* costituisce una palese violazione delle norme civilistiche.

⁸² Tale elemento costituisce-secondo R. SACCO "Il contratto" in *Trattato di diritto civile*, Sacco-De Nova, tomo II, Torino, UTET, 1996-il *discrimen* tra comportamento elusivo e mera equivalenza degli effetti economici proibiti dalla legge.

⁸³ E' il caso dell'istituto di patto commissorio o di norme in violazione dell'equo canone.

dell'applicazione dell'art 1344 c.c. devono essere presenti⁸⁴ nella fattispecie incriminata o il compimento, da parte del soggetto nei cui confronti opera il divieto, di negozi giuridici diversi da quello che la norma imperativa violata disciplina; oppure l'azione di altri soggetti che agiscano per conto e nell'interesse del soggetto interdetto dalla norma imperativa (interposizione reale di altre persone nel compimento di atti giuridici).

Alla luce di queste premesse procedurali, la dottrina favorevole al *merger* cerca di applicare lo schema della frode alla legge, verificando se l'istituto sia posto in essere per aggirare l'art.2358 c.c.

Il primo passo compiuto è quello di mettere in evidenza la *ratio* della norma imperativa violata:

il divieto di assistenza finanziaria- come si è ampiamente detto- mira a tutelare l'integrità del capitale sociale, ed è soggettivamente rivolto agli amministratori delle società inibiti dal potere di concedere prestiti o garanzie impiegando il patrimonio della società ai fini della sottoscrizione o acquisto di azioni proprie⁸⁵. Ora, nel caso dell'atto di fusione per la realizzazione del *merger* non si verificherebbe, secondo tale dottrina, la frode alla legge in quanto a seguito della fusione non è possibile equiparare, dal punto di vista degli effetti conseguiti, l'azzeramento delle azioni ad un acquisto di azioni proprie, né tantomeno gli amministratori della *target* avrebbero il potere di partecipare all'assistenza finanziaria, in quanto per mezzo della fusione le loro cariche verrebbero automaticamente meno.

L'elemento soggettivo della frode è palesemente assente, la fusione infatti non costituirebbe un atto gestionale degli amministratori di *target* ed

⁸⁴ Congiuntamente od anche in via alternativa.

⁸⁵ L'art 2358 c.c. non vieta in assoluto l'acquisto di azioni a seguito di indebitamento e quindi in assenza delle possibilità patrimoniali per farlo, né tantomeno vieta di far ricadere sul successivo patrimonio i debiti contratti.

inoltre l'operazione di *leveraged buyout* sarebbe posta in essere da soggetti (*newco*) estranei alla compagine sociale⁸⁶.

E' stata evidenziata però l'incertezza dell'applicabilità di tale argomentazione al caso in cui vi sia il coinvolgimento gestionale diretto degli amministratori in alcuna delle fasi dell'operazione⁸⁷, tuttavia anche tale dubbio è stato sciolto dalla dottrina che ha escluso l'applicazione degli artt. 1344 e 2358 c.c., paventando piuttosto il rischio di un caso di conflitto d'interesse o di abuso di potere della maggioranza.

Al di là delle diverse posizioni dogmatiche in materia di conflitto d'interesse⁸⁸ in ambito societario il conflitto verte tra un interesse personale del socio, o di terzi da lui rappresentati ed un interesse proprio della società; da questa situazione potrebbe scaturire l'approvazione di una delibera assembleare dannosa per la società anche solo potenzialmente.

L'art. 2373 c.c. mira ad evitare che il voto del socio in conflitto d'interesse con la società, espresso in assemblea possa portare all'adozione di delibere dannose per l'interesse sociale; qualora infatti il voto *de quo* sia determinante all'adozione del provvedimento, agli altri soci è riconosciuto il diritto di impugnare la delibera e chiederne giudizialmente l'annullamento.

⁸⁶ Manca l'indice principale indicativo della frode ossia il rapporto fittizio o fiduciario tra i soggetti che pongono in essere l'operazione, che nel caso di specie sono estranei (target ed amministratori di *newco*).

⁸⁷ La dottrina ha parlato in tal caso di "zona grigia", in cui però è stata dimostrata l'inesistenza degli elementi della frode alla legge a fronte della dettagliata disciplina della fusione e del suo carattere neutro di cui si è già ampiamente parlato *supra*.

⁸⁸ Anche in questo caso di troviamo di fronte ad una divisione dicotomica tra teorie istituzionaliste e teorie contrattualistiche. Per le prime, l'interesse sociale è supremo rispetto ai singoli interessi individuali dei soci ed inoltre sarebbe caratterizzato dall'indisponibilità, i soci quindi non potrebbero sacrificarlo neppure con un consenso unanime. La società risulterebbe essere un'istituzione autonoma dai singoli soci e dotata di un suo personale interesse (tale teoria risulta essere supportata da decisioni giudiziali, si veda al riguardo Trib. Milano, 17 settembre 1987, in *Giur.comm.* II).

Le teorie contrattualistiche, che trovano sostegno da larga parte della dottrina (uno tra tutti è D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni* in *Trattato delle Società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, UTET, 1993) si focalizzano sull'elemento contrattuale della società che risulterebbe essere l'insieme degli interessi dei soci alla produzione di lucro, massimizzazione del valore delle azioni e distribuzione degli utili.

Nel caso del *merger leveraged buyout* può verificarsi una situazione di conflitto d'interesse tra socio di maggioranza (*newco*) e società *target* nel deliberare la fusione con cui si trasferirebbe, a seconda dei tipi di fusione, il debito di *newco* al patrimonio di *target* o viceversa.

La dottrina maggioritaria nega tale possibilità nel caso di LBO con fusione diretta. In tale circostanza si assiste infatti ad una fusione infragruppo con cui *target* si scioglie anticipatamente⁸⁹ in modo del tutto legittimo per confluire in *newco*, potendo verificarsi tutt'al più un conflitto tra *newco* e soci di minoranza, tutelati dal puntuale procedimento antecedente alla fusione di cui abbiamo ampiamente parlato, e non il conflitto d'interesse di cui all'art. 2373 c.c.⁹⁰

Nel caso di fusione inversa-che rappresenta il classico tipo di *merger leveraged buyout*- a subire l'incorporazione non è *newco* ma *target*, per cui la situazione debitoria in cui versa il patrimonio di *newco* si riverserà, per effetto di successione *infra vivos* sullo status patrimoniale di *target*, potendosi in tal modo creare una condizione finanziaria compromettente che potrebbe arrecare alla nuova società un danno (economico-finanziario), di qui il probabile conflitto di interesse tra *newco*-socio di maggioranza e *target*.

Un illustre precedente giudiziario⁹¹ in materia, ha dettato la strada da percorrere nel caso di fusione inversa tra società di uno stesso gruppo: nella fusione infragruppo, qualora la fusione venga realizzata tra controllata e

⁸⁹ In tale circostanza è infatti deliberato lo scioglimento anticipato della società, le cui azioni vengono azzerate per completare il procedimento di successione dei rapporti nella nuova società derivante dalla fusione.

⁹⁰ Il conflitto d'interesse de quo prevede infatti una delibera che violi un interesse della società, arrecandole un danno e non il singolo interesse degli altri soci, in questo caso il legittimo scioglimento della *target* e le disposizioni in materia di fusione garantirebbero ai soci di minoranza i mezzi necessari a tutelare il loro interesse potenzialmente in conflitto con *newco*.

⁹¹ Tribunale di Milano 27 ottobre 1997 nel caso "trenno", LUCA G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Op. cit., pp. 60-64.

controllante con lo scopo di far pagare i debiti contratti da quest'ultima (per l'acquisto del controllo azionario della prima) alla nuova società, non può esservi impugnazione della delibera per conflitto di interesse se sussiste «un progetto industriale proiettato verso il futuro in un'attività compatibile e sinergica in grado di generare *cash flow* consistenti».

La gestione della leva finanziaria ed il rapporto debito/capitale in questo caso risultano essere indiziari della possibilità di arrecare un danno alla società e quindi può essere sollevata nei confronti di *newco* l'esistenza di un conflitto d'interesse che giustifica la richiesta di annullare la delibera assembleare di fusione ex artt. 2373 e 2377 c.c.; non intervenendo però gli estremi della frode di cui all'art. 2358 c.c.

L'atteggiamento di *newco* -che per effetto dell'acquisizione di partecipazioni societarie di controllo di *target*, è divenuta socio di maggioranza- potrebbe però integrare gli estremi di un caso di un abuso di potere.

Così come la *fraus legi*, anche l'abuso di potere è considerato una clausola generale dell'ordinamento giuridico⁹², che nel diritto societario risiede nella possibilità da parte dei soci di minoranza di richiedere l'annullamento di una delibera assembleare decretata in modo abusivo.

La fattispecie in esame consiste nell'esercizio fraudolento del principio maggioritario che governa la vita delle società. Si ha abuso di potere quando la maggioranza di una società, attraverso l'esercizio del diritto di

⁹² La dottrina è concorde nel riconoscere a tale situazione la efficacia di una condizione invalidante delle delibere assembleare, anche se la giustificazione di tale potere di annullamento non è univoca. C'è chi la fa risiedere nel principio di esecuzione del contratto secondo buona fede (ex artt. 1175 e 1375 c.c.) o al principio di collaborazione tra soci, in tema si veda T. ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni* in *Dir. e Prat. Comm.*, 1982; P.G. JAGHER, *L'interesse sociale*, Milano, Giuffrè, 1964.; G. FERRI, *Diritto agli utili e diritto al dividendo* in *Riv. Dir. Comm.*, Milano, 1963.

Chi invece giustifica la tutela in base alla causa del contratto sociale, si veda G. DE GREGORIO, *Impugnativa di deliberazioni assembleari di società per azioni contrarie all'interesse sociale* in *Riv. Dir. Comm.*, 1951.

voto in assemblea, adotta delibere che abbiano come unico scopo quello di arrecare un danno alla minoranza, traendone vantaggi “extrasocietari”. Nel caso di un *merger leveraged buyout*, *newco* votando a favore della delibera di fusione che determina l'accorpamento dei due patrimoni sociali, traslerebbe i propri debiti sul patrimonio di *target*, dando vita alla situazione economico-finanziaria di cui si è ampiamente parlato. A questo punto i soci di minoranza si troverebbero ad essere titolari di azioni su cui grava un debito che non esisteva precedentemente, e che produce inevitabilmente un disvalore economico⁹³.

La fusione ha generato da un lato una situazione di vantaggio per *newco* che dispone di un patrimonio più ampio da prestare a garanzia del debito contratto, e sul versante opposto una situazione di svantaggio per i soci rimasti in società che possiedono ora azioni gravate da un debito.

Questa diversità di posizioni generata dalla fusione può essere considerata l'effetto dell'intento di *newco* di abusare della maggioranza, e combinata ad altri elementi⁹⁴ può determinare la richiesta giudiziale da parte dei soci di minoranza di annullare la delibera assembleare.

Nonostante in via di principio l'operazione descritta presenti i caratteri sufficienti per integrare un annullamento della delibera di fusione, nella pratica, tuttavia, risultano essere davvero esigue le possibilità che attraverso un sindacato giudiziale si giunga ad annullare l'atto di fusione.

Innanzitutto dal punto di vista probatorio non agisce alcuna presunzione, quindi *l'onus probandi* della sussistenza di tutti gli elementi richiesti dalla legge e dalla giurisprudenza per dimostrare l'abuso è totalmente a carico

⁹³ Se prima della fusione era solo *newco* ad essere debitore del finanziamento acceso, dopo l'accorpamento dei patrimoni il debito sarà accollato al resto dei soci rimasto in società dopo la fusione.

⁹⁴ La giurisprudenza richiede che per aversi abuso di potere debbano sussistere congiuntamente o in modo isolato due elementi: 1) assenza di qualsiasi interesse societario al compimento dell'atto (fine extrasociale della delibera), 2) intenzione fraudolenta della maggioranza che agisce con l'esclusivo intento di danneggiare la minoranza.

di chi agisce in giudizio; inoltre nel caso di fusione è difficile richiedere il sindacato giudiziale della delibera assembleare per almeno due ordini di motivi: in primo luogo, non è possibile esperire un sindacato giudiziale che abbia ad oggetto questioni di merito inerenti le delibere assembleari; ed inoltre risulta essere complesso mettere in discussione la relazione del revisore esterno sul rapporto di cambio prospettato dagli amministratori, in quanto soggetto terzo, estraneo alla società e nominato dal tribunale. Ancora una volta quindi assume un ruolo determinante la disciplina garantista della fusione che è richiamata ad escludere la possibile illiceità delle operazioni di *merger leveraged buyout*, Che rappresenterà l'epicentro dell'intervento legislativo del 2003.

1.5 Il leveraged buy-out in altri ordinamenti comunitari

Anteriormente all'adozione della Direttiva 2006/68/CE, in Europa le operazioni di leveraged buy-out si sono diffuse in una situazione di incertezza giuridica, essendo non soltanto prive «di una propria identità tipologica» ma altresì non inquadrare «nelle tradizionali categorie giuscommercialistiche»⁹⁵.

Sul tema, la dottrina e la giurisprudenza francese⁹⁶, affermano che il LBO debba inquadrarsi fra le tecniche di scalata al potere nelle società di capitali. A differenza della concezione classica statunitense secondo la quale l'ipotesi tipica di LBO è il *merger leveraged buy-out*, la visione francese,

⁹⁵ S.A. CERRATO, *Le operazioni di leveraged buy out*, in AA. VV. *Le operazioni societarie straordinarie*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2011, p. 537.

⁹⁶ Per ulteriori approfondimenti, si veda CHARVÉRIAT e COURET, *Sociétés Commerciales*, Levallois, 2007.

esclude dallo schema classico del leveraged buy-out la fase finale della fusione tra newco e target, considerandola come una mera eventualità.

Ciò sulla base di due ordini di ragioni: da una parte, le agevolazioni previste dalla legislazione tributaria francese in tema di interessi passivi del debito di acquisizione; dall'altra, il divieto di financial assistance nella sua formulazione originaria ex art. 217-9 loi n. 66-537 du 24 juillet 1966. Tuttavia, prima dell'intervento del legislatore comunitario, gli interpreti francesi non avevano preso in considerazione soltanto il rischio di financial assistance, infatti il leveraged buy-out era stato altresì «additato come operazione portatrice di potenziali abusi di maggioranza o di abusi di potere, sia nel momento della fusione [...] sia – qualora non si faccia luogo alla fusione – nella decisione di rimborsare il debito da acquisizione attraverso massicce distribuzioni di utili o riserve da parte della target»⁹⁷. Successivamente, l'ordinamento francese ha mostrato maggiore propensione all'utilizzo della tecnica del LBO, anzitutto con la loi n. 84-578 du 9 juillet 1984 sur le développement de l'initiative économique (legittimando così il management buy-out), nonché nel 2001, inserendo all'interno del code de commerce l'esenzione dal divieto di assistenza finanziaria.

Anche nell'ordinamento inglese il leveraged buy-out ha costituito oggetto di dibattito per l'asserita incompatibilità col divieto di assistenza finanziaria sancito ai sensi della Section 54 del Companies Act 1948. Senonché, la Direttiva 77/91/CEE (Section 153 del Companies Act 1985) ha determinato l'introduzione di una casistica di esenzioni dal divieto di financial assistance⁹⁸.

⁹⁷ S.A. CERRATO, op. cit., p. 538.

⁹⁸ In particolare, l'assistenza finanziaria non era proibita: se aveva carattere accidentale e secondario nel quadro di una più ampia operazione; se era prestata in buona fede nell'interesse della società; se la concessione di prestiti o di garanzie rientrava nell'attività caratteristica prevista dall'oggetto sociale; se era finalizzata all'acquisto da parte dei dipendenti di quote di partecipazione nelle società in cui prestano la propria attività lavorativa. Ulteriori disposizioni erano poi specificatamente previste per le public

Anche nell'ordinamento spagnolo, la dottrina prevalente sosteneva che il leveraged buy-out fosse in contrasto con il divieto di assistenza finanziaria sancito dall'art. 81 della Ley de Sociedades Anónimas del 1989. Sennonché la Direttiva 77/91/CEE, ha determinato un'attenuazione del divieto di asistencia financiera.

Pertanto, in forza del Real Decreto Legislativo 1/2010 de 2 de julio, l'ordinamento spagnolo riconosce due esenzioni a tale divieto, concernenti, rispettivamente, le operazioni finalizzate a favorire l'azionariato dei dipendenti e le operazioni correnti compiute da banche o istituti di credito. Infine, per quel che concerne l'ordinamento tedesco, la dottrina aveva dimostrato un atteggiamento ostativo nei confronti del LBO. La ragione principale risiedeva nel fatto che – secondo la maggioranza degli autori – tale tecnica finanziaria rientrasse fosse sottoposta al divieto di assistenza finanziaria espressamente previsto dal par. 71 AktG. Inoltre, gli autori tedeschi si erano altresì soffermati sul rischio di abusi da parte della maggioranza, sollecitando in tal modo un'ampia interpretazione del divieto legale così da sanzionare anche le operazioni volte ad eludere il divieto suddetto.

companies. La disciplina attuale è invece oggi sancita nella Part 18, Chapter 2 (Sections 677-683) del Companies Act 2006.

CAPITOLO II

LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO (D.LGS. N.6 DEL 17 MARZO 2003): ART. 2501 bis c.c.

2.1 Legge delega n. 366 2001: la strada da seguire indicata dal legislatore in materia di *merger leveraged buyout*.

Dall' ampia analisi condotta sul diritto positivo e sulle posizioni di giuristi e giudici in merito all'operabilità del *merger leveraged buyout* in Italia, è emersa una situazione di totale disaccordo sulla liceità dell'istituto⁹⁹.

A questa situazione di incertezza che, per oltre un ventennio, ha caratterizzato la vita dell'istituto in esame, ha posto un inequivocabile rimedio il d.lgs. 17 Marzo 2003 n. 6 che operando un'articolata attività di riforma del diritto societario, ha introdotto il *merger leveraged buyout* nel nostro ordinamento attraverso la formulazione del nuovo art. 2501-bis del codice civile rubricato " *fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*".

Prima di analizzare nello specifico gli effetti che tale intervento legislativo ha prodotto in merito alle operazioni di *merger leveraged buyout*, è indispensabile soffermarsi ad evidenziare le linee direttrici che hanno ispirato e guidato il potere esecutivo nell'attività riformatrice.

Per rintracciare tali linee guida è opportuno, essendo la riforma caratterizzata da un decreto legislativo, dare uno sguardo alla legge delega che lo ha "indirizzato".

⁹⁹ La tesi che è stata definita sostanzialista è stata infatti fatta propria dai giudici della corte di cassazione che nelle motivazioni della sentenza del 4 febbraio 2000 n. 5503 espressamente stabiliscono la "non importabilità" del *leveraged buyout* in Italia.

Il Parlamento ha delegato il Governo con la l. n. 366 del 3 ottobre 2001 ad emanare attraverso la forma del decreto legislativo provvedimenti di riforma del diritto societario. Quest' intervento risulta essere motivato da esigenze di raccolta e razionalizzazione della disciplina del mercato finanziario che caratterizzano il processo di armonizzazione del diritto societario nostrano all'assetto comunitario¹⁰⁰.

In base all' art. 2 della legge, rubricato "*principi generali in materia di società di capitali*" la riforma del codice in materia di società di capitali deve essere "ispirata" a favorire la nascita e lo sviluppo delle imprese attraverso un accesso più facilitato ai mercati dei capitali e grazie ad una semplificazione della disciplina della società che dia più libertà all'autonomia statutaria nella formazione dell'assetto societario, controbilanciando tale libertà attraverso una maggiore definizione di compiti e responsabilità degli organi sociali. Tutto ciò senza tralasciare la tutela dei soci, creditori sociali e terzi ed in ossequio al principio di trasparenza e libertà di iniziativa economica.¹⁰¹

¹⁰⁰ E' impossibile negare l'impatto sugli ordinamenti positivi dei singoli stati, generato dalla creazione di uno spazio comunitario, che seppur finalizzato alla realizzazione di un mercato di libero scambio, non può non avere ripercussioni sulle scelte politico-economiche dei paesi che vi partecipano. Tali ripercussioni sorgono dall'esigenza di sottoporre ad un processo di armonizzazione i vari strumenti di scambio, apportando di conseguenza influenti modifiche sulla disciplina normativa di riferimento. Sul tema si veda in particolare P. MONTALENTI, *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria in Imprese, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2016. Dal punto di vista del diritto positivo, la riforma del 2003 è il frutto della necessità di dare applicazione alle linee guida comunitarie in materia societaria scaturenti dalla direttiva CEE 78/855 del 9/10/1978, che seppur recepita con il d.lgs. n.22/1991 non ha visto un pieno "sfruttamento" dei margini di discrezionalità attribuiti dal legislatore comunitario all'Italia.

¹⁰¹ Secondo la lettera dell'art. 2 della legge delega in esame: "La riforma del sistema delle società di capitali di cui ai capi V, VI, VII, VIII e IX del titolo V del libro V del codice civile e alla normativa connessa, è ispirata ai seguenti principi generali:

a) perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali;

b) valorizzare il carattere imprenditoriale delle società e definire con chiarezza e precisione i compiti e le responsabilità degli organi sociali;

c) semplificare la disciplina delle società, tenendo conto delle esigenze delle imprese e del mercato concorrenziale;

d) ampliare gli ambiti dell'autonomia statutaria, tenendo conto delle esigenze di tutela dei diversi interessi coinvolti;

e) adeguare la disciplina dei modelli societari alle esigenze delle imprese, anche in

In modo particolare il successivo art. 4 della Legge si sofferma sulle società per azioni focalizzandosi sul ruolo centrale che la riforma deve riconoscere all'azione e alla libertà di circolazione della partecipazione sociale, alla necessità di distinguere il controllo sull'amministrazione dal controllo contabile e semplificare la disciplina dei conferimenti con particolare interesse per la valutazione dei conferimenti in natura.

Dal punto di vista gestionale il medesimo articolo prevede, nell'ottica di una maggiore libertà statutaria, la possibilità di organizzare la gestione della società in diverse forme organizzative¹⁰², caratterizzate da una diversa combinazione di organo d'amministrazione e di controllo¹⁰³.

considerazione della composizione sociale e delle modalità di finanziamento, escludendo comunque l'introduzione di vincoli automatici in ordine all'adozione di uno specifico modello societario;

f) nel rispetto dei principi di libertà di iniziativa economica e di libera scelta delle forme organizzative dell'impresa, prevedere due modelli societari riferiti l'uno alla società a responsabilità limitata e l'altro alla società per azioni, ivi compresa la variante della società in accomandita per azioni, alla quale saranno applicabili, in quanto compatibili, le disposizioni in materia di società per azioni;

g) disciplinare forme partecipative di società in differenti tipi associativi, tenendo conto delle esigenze di tutela dei soci, dei creditori sociali e dei terzi;

h) disciplinare i gruppi di società secondo principi di trasparenza e di contemperamento degli interessi coinvolti.”

¹⁰² In particolare ex art. 4 co.8 lett. d) L. 366/2001 : «le società per azioni possano scegliere tra i seguenti modelli di amministrazione e controllo:

1) il sistema vigente che prevede un organo di amministrazione, formato da uno o più componenti, e un collegio sindacale;

2) un sistema che preveda la presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza eletto dall'assemblea; al consiglio di sorveglianza spettano competenze in materia di controllo sulla gestione sociale, di approvazione del bilancio, di nomina e revoca dei consiglieri di gestione, nonché di deliberazione ed esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti di questi;

3) un sistema che preveda la presenza di un consiglio di amministrazione, all'interno del quale sia istituito un comitato preposto al controllo interno sulla gestione, composto in maggioranza da amministratori non esecutivi in possesso di requisiti di indipendenza, al quale devono essere assicurati adeguati poteri di informazione e di ispezione[...].

e) prevedere che, in mancanza di diversa scelta statutaria, si applichi la disciplina di cui alla lettera d), numero 1);

f) prevedere che, con riferimento alle fattispecie di cui alla lettera d), numeri 2) e 3), siano assicurate, anche per le società che non si avvalgono della revisione contabile, forme di controllo dei conti, avvalendosi di soggetti individuati secondo i criteri di nomina previsti dalla normativa vigente per il collegio sindacale»

¹⁰³ Sono rintracciabili almeno tre modelli operativi dell'assetto gestionale delle società per azioni: il modello cd. “classico” che prevede la presenza di un organo di amministrazione, formato da uno o più membri, ed un collegio sindacale; il sistema “dualistico” basato sulla presenza di un consiglio di gestione e di un consiglio di sorveglianza eletto dall'assemblea ed infine il modello “monistico” basato sulla presenza di un consiglio di amministrazione, all'interno del quale sia istituito un comitato preposto al controllo interno sulla gestione, composto in maggioranza da amministratori non esecutivi in possesso di requisiti di indipendenza e di adeguati poteri di informazione e ispezione.

Infine bisogna mettere in luce come l'art. 7, co.1 lett. d) della Legge, rivolto alla trasformazione, fusione e scissione della società, fa un espresso riferimento alle ipotesi di *merger leveraged buyout* stabilendo che: “ *La riforma ... [deve] ... prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile*”¹⁰⁴.

Non è superfluo evidenziare come il riferimento all'istituto *de quo*, con il richiamo di specifiche disposizioni del codice civile rappresenti un *unicum* rispetto all'intero testo della legge che non fa mai menzione dei singoli articoli del codice.

Questa “pignola” puntualizzazione del legislatore, è un segnale evidente dell'espressa volontà di superare quel clima di incertezza che si è venuto a creare intorno all'istituto del *merger leveraged buyout*, attraverso la specifica e dettagliata indicazione della strada da seguire.

¹⁰⁴ La disposizione in esame, ha un forte valore politico; dalla lettera del testo legislativo si evince come sia pervenuta al legislatore la preoccupazione in merito alla situazione di incertezza giuridico-legale dell'applicazione del LBO in Italia, dimostrando l'importanza dell'applicazione dell'istituto per il sistema economico-societario italiano.

2.2 Il nuovo art. 2501-bis c.c.: la riforma del diritto societario pone fine all'incertezza sulla liceità del LBO in Italia.

In effetti la strada battuta dal governo nell'elaborazione della nuova disciplina codicistica in ambito di fusione è caratterizzata da una sorta di “*overruling*” operato in tema di *merger leveraged buyout*. L' introduzione dell'art. 2501-bis nel codice civile ha infatti sgombrato ogni dubbio circa la liceità dell'istituto ed è stata considerata in dottrina operazione di interpretazione autentica¹⁰⁵, in particolare in seguito alla Relazione governativa al Senato con cui si sottolineava che lo scopo della legge era quello di superare le controversie in materia di operazioni di LBO¹⁰⁶.

La lettera dell'articolo in esame in combinato disposto con gli articoli successivi costituisce la disciplina in tema di *merger leveraged buyout* ed ha il merito di sconfessare le posizioni assunte dalla Suprema Corte la quale ha palesemente osteggiato l'ingresso di questa operazione nel nostro sistema socio-economico.

Nel dettaglio l'art. 2501-bis c.c. sancisce che: «*Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*»

¹⁰⁵ In questo senso si veda P. SCHELSINGER, *Merger leveraged buyout e riforma societaria* in *Corr. Giur.*, Milano, Ipsoa, 2003; G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy out*, in nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002 (ord.) in *Corr. Giur.*, Milano, Ipsoa, 2003; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose* in *Rivista delle Società*, Milano, Giuffrè, 2004, consultabile in e-library (<http://elibrary.fondazione-notariato.it>), CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout* in *Quaderni di Giur. Comm.*, Giuffrè, 2007.

¹⁰⁶ Così i senatori Caruso e Perdizzi nella seduta n. 40 del 25 settembre 2001 pubblicata sul sito www.parlamento.it.

Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501-ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

La relazione di cui all'articolo 2501-quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501-sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.

Al progetto deve essere allegata relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505-bis.».

Da una breve analisi “sistematica” della Sez. II, Capo X, Titolo V, Libro V del codice civile balzano agli occhi due ordini di cose: in primo luogo l’art. 2501-*bis* è collocato immediatamente dopo la disposizione del codice che dà la definizione di fusione, ed in secondo luogo risulta essere l’unica fattispecie di fusione a trovare una descrizione dettagliata, ed un’altrettanta specifica disciplina.

In merito alla prima osservazione bisogna puntualizzare che la collocazione topografica di un articolo all’interno del codice è un naturale riflesso dell’importanza che il legislatore attribuisce alla disposizione¹⁰⁷

¹⁰⁷ Come sostenuto da importanti esponenti della teoria dell’interpretazione giuridica-si veda per esempio R.GUASTINI, *Interpretare e argomentare in Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, Giuffrè, 2011-la collocazione di una disposizione all’interno del codice riflette la struttura del “sistema” che va a creare insieme alle disposizioni che la seguono; la posizione di una disposizione costituisce addirittura, nell’attività ermeneutica, il nucleo dell’argomento della “*sedes materiae*” utilizzato dai giuristi per dare significato alla disposizione elaborandone la norma.

nell'economia della materia disciplinata (nel caso di specie testimonia l'importanza del LBO in materia di fusione). Per ciò che concerne invece il secondo punto messo in evidenza, è singolare notare come in nessun altro "luogo" del codice, nella parte dedicata alla disciplina della fusione, è possibile rintracciare la definizione di uno specifico caso di fusione; questo atteggiamento "scrupoloso" del legislatore dà dimostrazione della volontà di chi legifera di voler azzerare le possibilità dell'interprete di insinuare dubbi sull'operabilità dell'istituto.

Analizzando ora la lettera della disposizione, al primo comma troviamo la dettagliata descrizione della fattispecie che si intende disciplinare; il primo elemento a caratterizzare tale operazione è l'indebitamento contratto da una delle due società¹⁰⁸, il legislatore ha specificato che *newco* deve aver contratto debiti "[...] *per acquisire il controllo* [...]" di *target*; non ci troviamo quindi in presenza di una qualsiasi società indebitata, ma viceversa la ragione di esistere di *newco* è quella di essere creata al fine di contrarre un debito.

La sussistenza di ulteriori debiti pregressi della *newco*, ha una rilevanza notevole, in quanto per effetto della fusione, secondo la disciplina *de qua*, il patrimonio di *target* diventerebbe garanzia generica (anche) di tali obbligazioni diminuendo il valore della garanzia dei creditori della società obiettivo. Per cui è necessario valutare se l'applicazione della disciplina del *merger leveraged buyout* in presenza di un indebitamento pregresso di *newco* possa avere effetti in primo luogo fraudolenti e poi dissesanti rispetto alla situazione finanziaria di *target*.

¹⁰⁸ È addirittura la rubrica dell'articolo a fare riferimento all'indebitamento, mettendo in luce la fondamentale importanza del momento di "*leverage*" (utilizzo della leva finanziaria).

Secondo parte della dottrina¹⁰⁹ l'applicazione della disciplina al caso in esame integrerebbe un caso di frode alla legge in quanto contrastante con la *ratio* dell'art 2501-*bis* che richiede in modo espresso l'esistenza di un indebitamento che sia caratterizzato però da uno scopo determinato.

Il debito contratto, deve quindi avere una specifica finalità, che è quella di essere impiegato per realizzare l'acquisizione di *target*, per cui l'obbligazione assunta da *newco* deve essere «astrattamente idonea a costituire il mezzo per l'acquisizione del controllo di altra società»¹¹⁰. In merito al legame funzionale tra finanziamento ed acquisizione autorevole dottrina¹¹¹ ha escluso la possibilità che la fattispecie menzionata dall'articolo possa essere classificata come mutuo di scopo¹¹², non rilevando, a livello causale, ai fini della concessione del finanziamento e della restituzione delle somme ottenute lo scopo specifico per cui l'obbligazione è stata contratta.

La finalità del debito risulta essere rilevante solo per l'individuazione dell'esatta disciplina giuridica da applicare alla fusione che ne consegue, senza rilevare nei confronti del terzo, creditore di *newco*, che può esserne addirittura "ignaro"¹¹³.

È vero infatti che l'assunzione del debito da parte di *newco*, e la sua finalizzazione possono essere analizzate separatamente, quest'ultima infatti

¹⁰⁹ M.S. SPOLIDORO in op. cit. p.233.

¹¹⁰ F. MAGLIULO, *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario* in *Quaderni della fondazione italiana del notariato*, FIN, e-library, (<http://elibrary.fondazione-notariato.it>); ID, *La fusione di società*, Milano, IPSOA, 2005.

¹¹¹ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose* in *Quaderni della fondazione italiana del notariato*, FIN, e-library, (<http://elibrary.fondazione-notariato.it>).

¹¹² Il mutuo di scopo consiste in una fattispecie particolare del contratto di mutuo ex art.1813 c.c., La speciale finalità alla quale la somma mutuata è destinata possiede una rilevanza tale da assurgere al rango di elemento causale. Ne risulta modificato lo stesso schema tipico del mutuo ordinario, nel quale non rileva la destinazione delle somme o delle cose fungibili che ne sono oggetto. La destinazione allo scopo costituisce un'obbligazione a carico del mutuatario che integra la consistenza del nesso sinallagmatico, per approfondimenti, vedi RISPOLI-FARINA, voce *Mutuo di scopo*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, vol. XI, 1994.

¹¹³ F. MAGLIULO *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario*, Op. cit..

può non essere specificata all'atto di accensione del finanziamento ed essere dedotta da presunzioni semplici¹¹⁴, quali ad esempio la sproporzione tra valore patrimoniale di *newco* e risorse finanziarie ricevute in prestito, o più semplicemente l'assenza di attività economiche da parte di *newco*, il cui primo atto operativo successivo al finanziamento risulti essere l'acquisizione del controllo di target¹¹⁵.

Un'altra osservazione riguardo il finanziamento va fatta nel caso in cui il finanziatore sia anche socio di *newco*¹¹⁶. In questo caso bisogna effettuare una distinzione tra finanziamento in senso tecnico-giuridico, e finanziamento economico: il primo è caratterizzato dall'obbligo, da parte della società di restituire le somme ed i relativi interessi, e quindi può ampiamente rientrare nella nozione disciplinata dall'art 2501-*bis* c.c.; il secondo consiste invece in una somma derivante da un conferimento non imputato a capitale¹¹⁷, la quale però va a formare parte del patrimonio netto sotto forma di riserva di capitale¹¹⁸, che non può dare luogo a pretese restitutorie da parte del socio conferente¹¹⁹, in quest'ultimo caso è d'uopo considerare

¹¹⁴ Ex art 2729 c.c. la presunzione semplice costituisce una deduzione compiuta dal giudice per fondare il proprio convincimento in ordine a fatti non provati e deve essere basata su elementi gravi, precisi e concordanti.

¹¹⁵ Ancora una volta ricorre la vicinanza cronologica tra costituzione di *newco*, indebitamento ed acquisizione e fusione con *target*, che nel periodo precedente all'introduzione del LBO ex art 2501-*bis* è stata ritenuta, dai giuristi sostanzialisti, indice del disegno unitario di raggio del divieto di assistenza finanziaria.

¹¹⁶ Il caso, non è infrequente nella prassi; molte operazioni di *leveraged buyout*, già a partire dagli anni settanta negli USA hanno visto la diretta partecipazione degli istituti di credito finanziatori, in veste di soci, alle operazioni condotte, con assunzione di una fetta del rischio economico derivante dal buon'esito dell'operazione e comportando un alto grado di partecipazione degli istituti finanziari ai colossi aziendali sottoposti ad LBO, in proposito si veda A. GERVASONI, F.L. SATTIN, *Private equity e venture capital*, in *Manuale di investimento di rischio*, pp.173-178.

¹¹⁷ Spesse volte tali contributi costituiscono versamenti in conto capitale o a fondo perduto. Queste somme una volta divenute parte del patrimonio della società, ma non del valore del capitale, sono sottoposte alla disciplina della distribuzione del patrimonio netto tra i soci.

¹¹⁸ Ovviamente non siamo in presenza di riserve legali (ex art.2430 c.c.), ma di riserve erogate per volontà del socio (cd. Riserve facoltative), che non potrebbero nemmeno essere definite statutarie in quanto non si formano per un obbligo derivante da una disposizione statutaria nei confronti dei soci.

¹¹⁹ Sul punto v. per tutti G.E. COLOMBO, *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, tomo 1, Torino, 1994, p. 517 e ss., ove si sostiene la tesi, largamente condivisa in dottrina, secondo cui i versamenti in conto capitale costituendo riserva da

se il prestatore assume la qualità di socio di *new-co*, rilevando in materia la disciplina legislativa emanata dal T.U.B. a tutela del principio di trasparenza nei rapporti tra banca e impresa radicato nello spirito della legislazione bancaria italiana¹²⁰.

Se riguardo la finalità che deve caratterizzare il debito nell'operazione di MLBO è chiara la posizione dei giuristi, non altrettanto può essere detto in considerazione della sua entità¹²¹.

C'è infatti chi sostiene che il debito necessita di una ponderazione e che è possibile richiamare la disciplina *de qua* solo se esso sia di gran lunga superiore alle capacità finanziarie di *newco*¹²², motivo per cui si procederebbe alla fusione. Altri invece sono dell'idea che è irrilevante la percentuale di indebitamento contratto rispetto all'impiego economico per procedere all'acquisto del controllo¹²³.

Il primo comma dell'articolo in esame parla espressamente di «acquisire il controllo» di *target*, un'analisi del concetto di controllo espresso dal legislatore non è scontata, né secondaria alla comprensione dell'operabilità dell'istituto.

In materia societaria, la nozione di controllo riferibile ad una s.p.a. deriva dall'art. 2359 c.c. secondo il quale: «sono considerate controllate: 1) le

capitale, siccome non derivante dall'accantonamento di utili, sarebbero soggetti al regime della riserva sovrapprezzo azioni di cui all'art. 2431 c.c.

¹²⁰ Non è questo il caso di una violazione dell'art. 19.6 T.U.B. che prevede il divieto di partecipazione al capitale con diritto di voto di un ente creditizio per una quota superiore al 15% nel caso in cui il socio eserciti attività non finanziarie. Nel caso di specie è la banca finanziatrice a partecipare al rischio d'impresa, ed è proprio questo il *punctus dolens*, poiché l'esercizio del credito così come descritto dall'art. 10 T.U.B. prevede il solo rischio dell'insolvenza del creditore, motivo per cui un'attività di partecipazione al rischio d'impresa da parte dell'Intermediario finanziario non può essere considerata tecnicamente operazione di credito e quindi finanziamento. Così C. MOTTI, sub art. 10 in F. Belli, G. Contento, A. Patroni Griffi, M. Porzio, V. Santoro (a cura di), Testo Unico.

¹²¹ Come sostiene G. DE RUVO-L. OCCHETTA, *Le società, aspetti civilistici e contabili. Disciplina giuslavorista e antitrust. Normativa e prassi fiscale*, Milano, Egea, 2003, Op. cit., p. 77, non sarebbe chiaro «se la norma sia applicabile solo se l'indebitamento abbia raggiunto un determinato livello ovvero quando sia stato comunque contratto, nell'acquisto del controllo, un debito».

¹²² L.G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout*, Op. cit..

¹²³ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, Op. cit..

società in cui altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria; 2) le società in cui altra società dispone dei voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria; 3) le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolare vincoli contrattuali con essa [...]». I primi due numeri dell'articolo appena citato si riferiscono al cd. “controllo di diritto”, che pone le sue fondamenta sul principio maggioritario, che rappresenta a sua volta l'assioma della vita e del funzionamento degli organismi associativi¹²⁴, il n. 3 invece dà una descrizione del controllo contrattuale, che è il frutto di un fenomeno prevalentemente economico¹²⁵, ossia l'esistenza di una posizione “dominante” di un'impresa nei confronti dell'altra, che vive di fatto in una situazione di dipendenza economico-produttiva.¹²⁶

Ai fini dell'applicazione della disciplina dettata dall'art 2501-*bis* è pacificamente accettata la tesi che il controllo a cui si riferisce il legislatore sia quello previsto dai nn. 1 e 2 dell'art. 2359 c.c., tuttavia parte della dottrina¹²⁷ non esclude l'applicabilità della norma in esame anche in seguito alla realizzazione di fattispecie di controllo economico riconducibile al n.3 dell'articolo.

Si pensi ad esempio all'esistenza di due società A (controllata) e B (controllante) legate tra loro da vincoli contrattuali tali per cui A è fornita da B delle materie prime indispensabili all'esercizio della sua attività

¹²⁴ Non bisogna trascurare la ratio ispiratrice della riforma del diritto societario del 2003 che tra le linee guida prevedeva in particolare l'auspicio di una semplificazione dei procedimenti decisionali interni alle società, assicurando al socio di minoranza una maggiore tutela sul piano risarcitorio, ma nel contempo depauperandolo del potere ostruzionistico che poteva azionare attraverso l'impugnazione delle delibere assembleari per conflitto d'interesse.

¹²⁵ Non va chiaramente trascurato l'aspetto giuridico di questa forma di controllo che è insito nel legame contrattuale che lega società dominante e dominata da obblighi giuridicamente rilevanti, si pensi ad esempio alle operazioni di franchising o al contratto di subfornitura.

¹²⁶ Esempi di tale situazione possono essere caratterizzati dal contratto di affiliazione commerciale (franchising) dettagliatamente regolamentato dalla L.129 del 6 Maggio 2004.

¹²⁷ F. MAGLIULO, *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario in Quaderni della fondazione italiana del notariato*, FIN, e-library, (<http://elibrary.fondazionenotariato.it>).

economica; se B decide di contrarre un finanziamento per aumentare la produzione di materie prime in modo da conquistare una situazione di dominio sulla fetta di mercato in cui la società A potrebbe acquisire materie prime, ed in modo da imporre alla stessa A di acquisirle solo presso B, non ci troviamo di fronte ad una situazione di contrazione di un debito per conseguire il controllo-nel caso *de quo*, di natura economica-di una società? Ovviamente per aversi una piena realizzazione del *merger leveraged buyout*, quest'operazione dovrebbe essere succeduta da una fusione che incorpori A in B o viceversa.

Nonostante le buone argomentazioni di tale tesi vi è però un indirizzo maggioritario in dottrina¹²⁸ secondo cui il controllo contrattuale di cui all'art 2359 c.c. co.1 n.3 va scartato *a priori* in quanto la norma che disciplina il *merger leveraged buyout* è espressamente rivolta alla fattispecie di acquisto di partecipazioni sociali e non di controllo di fatto¹²⁹.

Sempre in merito al concetto di controllo, un'interpretazione della disposizione fatta secondo la *ratio* che ha mosso il legislatore ci impone di escludere l'applicabilità dell'art. 2501-*bis* c.c. in un caso di specie particolare, ossia qualora l'indebitamento sia contratto con la finalità di rafforzare una situazione di controllo già esistente. Il fatto che la disposizione parli di acquisizione del controllo fa logicamente presagire che sia riferita ad una situazione in cui chi contrae un finanziamento non abbia già il controllo, ma lo consegua solo successivamente. L'applicazione estensiva della norma al caso di specie ora menzionato va quindi esclusa, e mira ad avere una portata ancora più ampia in quanto legittima l'esclusione

¹²⁸ Riconducibile a M. S. SPOLIDORO, L.G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario* in *Contratto e impresa*, 2003; L. ARDIZZONE, *Sub art.2501-bis*, in *Commentario della riforma delle società*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 2006,

¹²⁹ Secondo tale tesi verrebbe a mancare nel caso di controllo contrattuale un elemento essenziale della fattispecie regolata dall'art. 2501-bis ossia l'acquisizione di una partecipazione sociale.

dell'applicazione analogica della fattispecie di *merger leveraged buyout* in tutti i casi in cui venga conclusa una fusione in cui una delle due società presenti una situazione di indebitamento¹³⁰.

Passando ora a considerare l'atto di fusione, l'esecutivo, facendo espresso richiamo agli effetti che in caso di fusione (tra *newco* e *target*) si ripercuotono sul patrimonio della società acquisita, parla di garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti¹³¹, fugando dunque tutti i dubbi ermeneutici¹³² che nel periodo antecedente la riforma hanno rappresentato il cavallo di battaglia delle teorie dottrinali e giurisprudenziali sostanzialistiche.

È bene precisare che il legislatore fa riferimento all'atto di fusione in generale, non rilevandone il "tipo", in quanto «le diverse forme di fusione sono tutte neutrali e fungibili tra di loro»¹³³. La dottrina è quindi unanime nel ritenere che sia essa propria o per incorporazione, diretta o inversa, per l'applicazione dell'art 2501-bis è determinante solo che si verifichi la commistione dei patrimoni delle due società¹³⁴.

Una lettura superficiale della lettera della norma farebbe pensare all'utilizzo di un'espressione "sovrabbondante" del legislatore quando parla di garanzia generica e fonte di rimborso del debito¹³⁵, le due situazioni però sono rivolte a due aspetti che riflettono due caratteristiche separate di un

¹³⁰ La leva finanziaria della società che decide di progettare una fusione deve essere il mezzo per conseguire il controllo di un'altra società e quindi per potersi applicare la norma ex art. 2501-bis c.c. è necessario dimostrare lo scopo sottostante all'indebitamento.

¹³¹ Chiaramente metre l'effetto di garanzia generica del debito deriva ex art. 2740 c.c. automaticamente dal cambio di proprietà della società generato dalla fusione, la previsione che il patrimonio di target diventi fonte di rimborso dei debiti è invece legata a specifiche pianificazioni dell'organizzazione del patrimonio societario da parte della nuova amministrazione; tali atti di programmazione come si dirà in seguito devono essere già pianificati ed esplicitati nel progetto di fusione redatto dagli amministratori.

¹³² Si fa qui riferimento alla diversa concezione della funzione tipica del negozio di fusione e del concetto di garanzia rispetto al debito contratto nelle operazioni di LBO, che ha caratterizzato le due posizioni dottrinarie.

¹³³ L. PICONE, *Il leveraged buy out* nella riforma del diritto societario, *Op. Cit.* p. 1424.

¹³⁴ Così L. PICONE, *Idem*, *Op. cit.*, p. 1408; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, *Op. cit.*, p. 230 e 263; L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis*, *Op. cit.*, p. 487

¹³⁵ Non ci troviamo infatti di fronte all'endiadi che comunemente il legislatore utilizza nella formulazione legislativa per rafforzare un concetto espresso in una parte precedente dell'articolo.

patrimonio sociale, e che non vanno date per scontate nemmeno *iure successorio*.

L'effetto di diventare garanzia generica che ricade sul patrimonio di *target* in seguito all'atto di fusione, rileva dal punto di vista "statico" del patrimonio della società bersaglio, il legislatore si rivolge infatti al valore economico effettivo e riconducibile al momento dell'operazione di *buyout*; bisogna inoltre precisare che la puntualizzazione della disposizione ha motivo d'esistere fintantoché il patrimonio di *newco* risulta essere insufficiente a soddisfare il rimborso del debito contratto, e mira ad evitare che la disciplina sul *merger leveraged buyout* venga applicata nei casi in cui l'investimento sia caratterizzato non da intenti di acquisizione di controllo tramite indebitamento, ma piuttosto da azioni speculative su società operative¹³⁶.

Quando invece parliamo del patrimonio di *target* come fonte di rimborso del debito ci si riferisce alla portata "dinamica" dello stesso, ossia alla sua capacità economica di produrre reddito, per cui rileva in questo caso non il valore effettivo del patrimonio all'atto di fusione, ma il suo valore potenziale, e quindi la possibilità di generare *cash flows* utili a ripagare il finanziamento contratto¹³⁷.

È d'obbligo annoverare che nonostante un diretto intervento del legislatore in materia, sono comunque sorte in dottrina, successivamente all'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c., teorie che paventavano un contrasto dell'art. 7 della legge delega n.366/2001 con la II direttiva europea in

¹³⁶ Così M.S. SPOLIDORO che puntualizza come la ratio della norma miri ad operare una distinzione tra *newco* e società operativa in ambito di fusione; solo nel primo caso vi sarebbe infatti una situazione di indebitamento con un valore superiore al patrimonio netto che giustifica il richiamo fatto dal legislatore alla disciplina della garanzia generica.

¹³⁷ E qui più che mai rileva lo status di *newco* che essendo una società di nuova costituzione non ha all'attivo patrimoniale alcun tipo di attività economica in grado di generare redditi.

materia societaria¹³⁸, che in alcuni casi sono sfociate nella richiesta di un ricorso all'intervento della Corte di Giustizia Europea per contrasto del diritto interno con quello comunitario.

Per la dottrina maggioritaria però la liceità delle operazioni di *leveraged buyout* è stata conferita con chiarezza dalla riforma, ed è con altrettanta chiarezza e determinatezza che è stato disciplinato l'*iter* che deve caratterizzare il procedimento che porta alla fusione delle due società.

Le conclusioni a cui è pervenuta la dottrina maggioritaria escludono l'esistenza di contrasti con la disciplina europea in materia di assistenza finanziaria ma sottolineano l'alto grado di pericolosità che dal punto di vista economico-finanziario caratterizza tali operazioni per cui è stato chiarito che: «*L'operazione è lecita, ma rischiosa*»¹³⁹ ed è per tale motivo che la disciplina dell'istituto spende la sua attenzione maggiore sulla fase di redazione del progetto di fusione e delle relazioni allegate, che è investita di una serie di obblighi e cautele finalizzati a limitare nel modo più assoluto la perniciosità delle attività di LBO.

2.3. Progetto di fusione e relazioni (di amministratori, revisori legali ed esperti) allegate. Il lungo iter posto a garanzia di trasparenza e sostenibilità.

¹³⁸ Si fa riferimento agli interventi in particolare di: A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da SpA a Srl*, in *Corriere giuridico*, 2002; L. LAMBERTINI, in F. ABATE-A. DIMUNDO-L. LAMBERTINI-L. PANZANI-A. PATTI, *Gruppi, trasformazione, fusione e scissione, scioglimento e liquidazione, società estere*, in *La riforma del diritto societario*, a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003; M. PERRINO, Commento art. 2501 bis in *Società di capitali – commentario* (a cura di) G. Niccolini e A. Stagno D'alcontres, Napoli, Jovene editore, 2004, vol. III.

¹³⁹ M.S. SPOLIDORO in *Op cit.* secondo cui: «*un conto è il divieto di assistenza finanziaria, un altro conto è la violazione del dovere di diligente e proficua gestione delle società controllate, nel rispetto del loro interesse sociale (sia pure alla luce dell'interesse del gruppo)*».

Mentre il primo comma è puntuale nella descrizione della fattispecie che il legislatore ha inteso regolamentare, i commi successivi della disposizione disciplinano, in combinato disposto con gli articoli che seguono, il procedimento che deve caratterizzare un'operazione di *merger leveraged buyout*.

Come si è ampiamente detto, il momento principale dell'intera operazione è l'atto di fusione, sul punto c'è chi ha ritenuto indispensabile ai fini della buona riuscita di un'operazione *leveraged buyout* creare un unico patrimonio sociale¹⁴⁰. La fusione risponderebbe ad esigenze di efficienza ed economicità; si pensi al caso in cui un'operazione di LBO sia caratterizzata dal solo momento di *leveraged* che comporta l'acquisizione del controllo senza il successivo atto di fusione tra le due società; in tale circostanza l'acquirente potrebbe destinare al rimborso del debito contratto solo eventuali dividendi percepiti in proporzione alle azioni possedute, disponendo dunque di un minor valore di flussi di cassa generati dalla *target*, senza inoltre trascurare l'approvazione assembleare necessaria per il pagamento dei dividendi¹⁴¹. Tale complessiva situazione comporterebbe un aumento del costo del debito poiché i flussi di cassa destinati a ripagare il debito contratto sarebbero quantitativamente più elevati¹⁴² ed avrebbero anche una "più scarsa qualità"¹⁴³. Alla luce di tali considerazioni, la

¹⁴⁰ CACCHI-PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout* in *Quaderni di Gir. Comm.*, Op. cit. pp: 4-7.

¹⁴¹ La disciplina in materia di distribuzione dei dividendi è infatti chiara ex art.2433 c.c. :«La deliberazione sulla distribuzione degli utili è adottata dall'assemblea che approva il bilancio [...]Non possono essere pagati dividendi sulle azioni, se non per utili realmente conseguiti e risultanti dal bilancio regolarmente approvato. Se si verifica una perdita del capitale sociale, non può farsi luogo a ripartizione di utili fino a che il capitale non sia reintegrato o ridotto in misura corrispondente.»

¹⁴² La fusione ha il merito di preservare l'equilibrio finanziario di *target* poiché con essa la quantità di flussi di cassa impiegati per ripagare il debito sarebbe minore in quanto non vi sarebbero le somme relative alla distribuzione del dividendo ai soci di minoranza e le eventuali detrazioni a titolo d'imposta sui dividendi.

¹⁴³ In assenza di fusione anche la qualità della garanzia prestata dall'acquirente al finanziatore sarebbe diversa, essa infatti si concretizzerebbe in un pegno sulle azioni di *target* acquisite da *newco*, che rappresentano solo un bene di secondo grado rispetto al bene che è stato oggetto dell'acquisto, ossia il

fusione è indispensabile ad assicurare almeno tre vantaggi di ordine economico-giuridico: in primo luogo produce l'effetto giuridico di trasformare una situazione di legittimo affidamento da parte del finanziatore dell'operazione in un diritto soggettivo di credito sui *cash flow*¹⁴⁴; vi è poi un avvicinamento del debito al reddito che esso è servito ad acquistare; infine vi è l'aspetto precedentemente descritto di favorire la massimizzazione dei flussi di cassa e dei costi del rimborso del finanziamento.

Assodata l'indispensabilità della fusione nell'operazione di MLBO, l'art. 2501-*bis* introduce una disciplina *ad hoc*, pertanto il co.2 art 2501-*bis* stabilisce che: «*il progetto di fusione di cui all'art 2501-ter*¹⁴⁵ *deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*».

patrimonio di *target*; bisogna inoltre constatare come le azioni di controllo siano comunque esposte a pretese creditizie da parte di terzi, quali gli altri azionisti ed i creditori di *target*.

¹⁴⁴ Prima della fusione infatti il finanziatore fa solo affidamento sul buon esito dell'operazione, senza avere la certezza giuridica di vantare diritti sul patrimonio di *target*.

¹⁴⁵ Il progetto di fusione rappresenta il documento redatto dagli amministratori delle società che intendono fondersi, esso deve essere approvato dall'assemblea straordinaria delle due società, non necessitando del voto unanime dei soci. Esso è disciplinato ex art.2501-*ter* : «L'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione, dal quale devono in ogni caso risultare:

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro;
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

Il conguaglio in danaro indicato nel numero 3) del comma precedente non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate.

Il progetto di fusione è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione. In alternativa al deposito presso il registro delle imprese il progetto di fusione è pubblicato nel sito Internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Tra l'iscrizione o la pubblicazione nel sito Internet del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.»

È possibile puntualizzare immediatamente un importante aspetto: nel redigere tale disposizione il legislatore non ha dato priorità nella redazione del progetto di fusione alle “ragioni industriali”¹⁴⁶ dell’operazione, soffermandosi in modo prevalente sulle risorse finanziarie. Quest’atteggiamento deriva da diversi ordini di ragioni; in primo luogo il legislatore protegge un bene giuridico diverso dallo sviluppo delle ragioni industriali dell’impresa coinvolta dal MLBO, che possono già esistere o addirittura essere irrilevanti¹⁴⁷, e per questo non le mette al centro del progetto di fusione, ma le “relega” nella relazione degli amministratori *ex art. 2501-quinquies* c.c.; in secondo luogo è proprio il bene giuridico di cui si discorre ad essere elemento di preoccupazione della norma, ossia la solidità finanziaria dell’operazione, che non per forza va giustificata da obiettivi e programmazioni di crescita industriale¹⁴⁸.

C’è chi assume una posizione radicale sulla questione, asserendo che in qualsiasi operazione di *leveraged buyout* va esclusa la necessità di in piano industriale in quanto inesistenti «*genuine motivazioni "industriali" nella fusione tra una newco di nuova costituzione indebitatasi ad hoc e una target operativa, risultando ovvio che la fusione sia giustificata da mere (ma pienamente lecite) motivazioni finanziarie*» essendo sufficiente per la liceità della fattispecie che la fusione non si «*rivelasse nella prospettiva dei suoi promotori, come un'operazione puramente "depredatoria" o*

¹⁴⁶ Si fa riferimento al cd. *business plan* solo successivamente alla redazione del progetto di fusione ed in via sussidiaria ad esso.

¹⁴⁷ Come sostiene M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, in *Rivista delle Società*, *Op. cit.*, possiamo trovarci di fronte ad operazioni di *leveraged buyout* che coinvolgono una *holding* mista, in cui le ragioni della fusione sono solo collegate ad esigenze di riassetto o cambio gestionale, oppure possiamo trovarci di fronte ad una fusione con indebitamento che colpisce società meramente finanziarie che non hanno nulla a che fare con ragioni industriali.

¹⁴⁸ La dottrina maggioritaria riconducibile a L. PICONE, «Il *leveraged buy out* nella riforma del diritto societario», *cit.*, p. 1428 e L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis*, abbraccia tale tesi sostenendo che le ragioni che gli amministratori devono esporre sono connesse esclusivamente al profilo economico-finanziario dell’operazione e devono pertanto essere dirette ad assicurare che la stessa non conduca al dissesto della società *target*.

"spoliativa", ovvero sostenuta esclusivamente da motivazioni di elusione fiscale»¹⁴⁹.

L'accertamento deve infatti vertere sulla sola sostenibilità finanziaria della società derivante dalla fusione di far fronte all'operazione di MLBO ed alle obbligazioni da essa scaturenti; sugli amministratori grava solo un obbligo di (di)mostrare le modalità con cui questa sostenibilità finanziaria è garantita, ma le stesse modalità non sono sindacabili. Parlando infatti in modo generico di risorse finanziarie, non si dà alcuna specificazione in ordine alla loro natura, motivo per il quale esse possono consistere tanto in *cash flow* derivanti dell'esercizio dell'attività d'impresa, quanto in elementi patrimoniali dismessi e liquidati per fare cassa.

L'espressa indicazione delle risorse finanziarie che garantiscono la sostenibilità dell'operazione può essere considerata come uno della serie di obblighi procedurali dell'operazione di MLBO che serve, da un lato ad esporre le motivazioni prevalentemente economiche che giustificano l'operazione; e dall'altro ad attribuire agli amministratori incaricati di redigere il progetto di fusione, la responsabilità dell'eventuale mendacità delle loro dichiarazioni¹⁵⁰.

È necessario, allora valutare di che tipo di responsabilità si parla, ed in quali conseguenze può incorrere l'amministratore "azzardato" della società.

È indiscutibile che gli amministratori risponderanno civilmente nel caso in cui abbiano indicato come risorse finanziarie elementi patrimoniali inesistenti; qualora invece gli elementi del patrimonio esistano, ma sono comunque stati sottoposti ad un erronea valutazione, la responsabilità degli

¹⁴⁹ Così P. CARRIERE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti* in Riv. Soc., 2003, p. 1045 e ss.

¹⁵⁰ La norma funzionerebbe come deterrente alla conclusione di operazioni di *leveraged buyout* azzardate.

amministratori verrà accertata alla stregua della valutazione dell'elemento psicologico che li ha condotti a tale conclusione, senza trascurare l'alto grado di diligenza professionale che caratterizza la carica amministrativa¹⁵¹ in caso di valutazione colposamente erronea.

La stessa diligenza sarà posta a parametro di giudizio nel caso in cui l'erroneità della valutazione verta non sul valore degli elementi patrimoniali già esistenti, ma sui *cash flow* che gli amministratori prevedono di generare con la programmazione economica presente nel progetto di fusione, e che risultino essere sproporzionati rispetto alla futura attività economico-finanziaria.

Se sul piano civilistico, è assodata la responsabilità contrattuale degli amministratori per le violazioni su dette, dal punto di vista penale, non essendo più sanzionata la violazione del divieto di assistenza finanziaria¹⁵², le uniche norme che possono integrare il compimento di atti penalmente rilevanti sono gli artt. 2621 e 2629 c.c.¹⁵³ inerenti alle false dichiarazioni ed alle operazioni in pregiudizio ai creditori.

¹⁵¹ Ex art 1176 co. 2 c.c. «nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata». La diligenza richiesta varia in funzione delle specifiche competenze tecniche dell'amministratore che possono derivare dal tipo di affari o incarichi a cui è delegato o agli obblighi derivanti dalle disposizioni dello statuto della società.

¹⁵² Il d.lgs. 11 Aprile 2002 n.61 ha infatti depenalizzato le violazioni dell'art 2358 c.c. sanzionate dal vecchio art 2630 co.1, n.2 c.c. che è stato abrogato e modificato dalla riforma; inoltre bisogna sottolineare ancora una volta come la fattispecie disciplinata ex art. 2501-bis c.c. non sia più legata all'applicazione dell'art 2358 c.c.

¹⁵³ Ex art 2621 c.c. :«[...]gli amministratori,[...] preposti alla redazione dei documenti contabili societari, i sindaci e i liquidatori, i quali, al fine di conseguire per sé o per altri un ingiusto profitto, nei bilanci, nelle relazioni o nelle altre comunicazioni sociali dirette ai soci o al pubblico, previste dalla legge, consapevolmente espongono fatti materiali rilevanti non rispondenti al vero ovvero omettono fatti materiali rilevanti la cui comunicazione è imposta dalla legge sulla situazione economica, patrimoniale o finanziaria della società o del gruppo al quale la stessa appartiene, in modo concretamente idoneo ad indurre altri in errore, sono puniti con la pena della reclusione da uno a cinque anni. La stessa pena si applica anche se le falsità o le omissioni riguardano beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi» ed ancora ex art 2629 c.c.:«Gli amministratori che, in violazione delle disposizioni di legge a tutela dei creditori, effettuano riduzioni del capitale sociale o fusioni con altra società o scissioni, cagionando danno ai creditori, sono puniti, a querela della persona offesa, con la reclusione da sei mesi a tre anni. Il risarcimento del danno ai creditori prima del giudizio estingue il reato.».

Dal progetto di fusione va distinta la relazione dell'organo amministrativo prevista dall'art. 2501-*quinquies* c.c. ed espressamente richiamata dall'art. 2501-*bis* co. 3 c.c. per il quale: «*la relazione...deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico o finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere*». Come si evince dalla lettera della disposizione è possibile rintracciare in quest'atto dell'organo amministrativo non le ragioni meramente finanziarie dell'operazione, quanto piuttosto quel tanto agognato *business plan* che nella disputa tra sostanzialisti e formalisti precedente alla riforma è stato un elemento rilevante ai fini della sindacabilità della liceità dei motivi dell'operazione¹⁵⁴.

Se nel progetto di fusione disciplinato dal comma precedente non è riservato spazio ai motivi per cui è condotta l'operazione di *leveraged buyout*, il fulcro della relazione degli amministratori, invece, consiste proprio nella esplicazione delle motivazioni industriali e giuridiche che hanno giustificato il ricorso a tale operazione ed all'indebitamento, attraverso l'indicazione degli obiettivi che tale scelta intende perseguire.

La *ratio* della necessità di una relazione che abbia ad oggetto tali specificazioni, sorge dalla possibilità che le operazioni di *merger leveraged buyout*, seppur costruite con una solida organizzazione finanziaria, perseguano mere finalità speculative, danneggiando soci di minoranza o soci risparmiatori e terzi creditori della società *target*.

Nel dettaglio la relazione *de qua* può essere “sviscerata” in diversi step, il più incisivo risulta essere quello legato all'analisi della sostenibilità

¹⁵⁴ Secondo CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout* in *Quaderni di Giur. Comm.*, p. 91: «L'indicazione delle ragioni che giustificano l'operazione non può quindi più avere la funzione di distinguere tra operazioni di MLBO legittime ed operazioni illegittime in ragione delle motivazioni della fusione, perché questo tema è già stato affrontato e superato dal legislatore delegante».

dell'operazione in funzione degli «obiettivi che si intendono raggiungere», essa deve fondarsi sia su dati storici, correnti e previsionali¹⁵⁵.

Per dati storici ci si riferisce alla valutazione e descrizione da parte degli amministratori delle risorse finanziarie generate dalla *target* negli anni immediatamente precedenti alla fusione, dimostrando la loro capacità di sopportare il costo della fusione, come sostiene autorevole dottrina, l'esame dei dati storici è indicativo della "prudenza" della sostenibilità dell'intera operazione poiché «*le operazioni di leveraged sono tanto più rischiose, e possono al limite diventare speculative, quanto maggiore è il rilievo che, nell'analisi di sostenibilità, assumono i dati prospettici della target rispetto a quelli storici*»¹⁵⁶.

I dati correnti hanno invece un valore storico molto più immediato in quanto si riferiscono ai flussi di cassa prodotti nei mesi che precedono e seguiranno la fusione, e che possono essere eventualmente impiegati per rimborsare le quote del debito con scadenza più vicina nel tempo.

Infine i dati previsionali sono strettamente legati al *business plan* e consistono nella previsione di flussi di cassa che saranno generati in futuro, e saranno in grado di sostenere il debito contratto da *newco* e acquisito da *target* con la fusione. Il bilanciamento di questi tre tipi di dati sarà indicativo della sostenibilità del *merger*.

Evitare un eventuale dissesto finanziario della società e garantire la trasparenza dell'operazione sono effetti derivanti sia dall'indicazione delle fonti delle risorse finanziarie, sia dell'indicazione degli obiettivi societari

¹⁵⁵ Pur avendo un'importanza secondaria ai fini dell'analisi della disciplina, è bene ricordare che il *business plan* deve prevedere le assunzioni su cui è basato, per esempio riferendosi all'evoluzione del mercato di riferimento, alle previsioni relative al costo di materie prime, beni e servizi utilizzati dall'attività operativa di *target*, alle eventuali fluttuazioni del tasso di inflazione ecc. per una descrizione più completa del fenomeno si veda Secondo CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout*, *Op. cit.*, pp.94 e ss.

¹⁵⁶ Così CACCHI PESSANI, *Idem*, *Op. cit.*, p.95.

che s'intendono perseguire; i due punti oggetto della relazione degli amministratori implicano inoltre la conseguenza di innalzare il grado di responsabilità civile e penale degli amministratori se si considera che la dottrina più autorevole ha escluso la possibilità per i soci ed i possessori dei strumenti finanziari con diritto di voto, di rinunciare¹⁵⁷ a detta relazione nei casi di MLBO.

In merito al piano economico-finanziario *ex art. 2501-quinquies*, il legislatore non ha fatto alcuna menzione delle tempistiche che devono essere rispettate dagli amministratori nell'adempimento degli obblighi finanziari. Tale silenzio ha fatto sorgere dubbi dottrinali sulla questione da cui sono sorte tra gli esperti due posizioni: da un lato, la dottrina maggioritaria¹⁵⁸ ha interpretato tale silenzio come indicativo dell'assenza di una necessità indicazione temporale del piano di rientro del debito, essendo sufficiente dimostrare la mera disponibilità finanziaria; dall'altro lato invece vi è chi considera connaturata all'operazione di *leveraged buyout* la puntuale indicazione dei limiti temporali di rimborso del debito contratto, che deve essere prestabilita nel piano economico-finanziario *de quo* a pena di nullità dell'intera operazione¹⁵⁹.

¹⁵⁷ Così come previsto *ex art. 2501-quinquies* ultimo comma introdotto dal d.lgs. 123 del 22 Giugno 2012 in base al quale: «La relazione di cui al primo comma non è richiesta se vi rinunciano all'unanimità i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna delle società partecipanti alla fusione».

¹⁵⁸ Riconducibile a M.S. SPOLIDORO, Op cit. L. ARDIZZONE, *Sub art.2501-bis*, in *Commentario della riforma delle società*, a cura di P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 2006, PICONE, *Il leveraged buy out* nella riforma del diritto societario, in *Contratto e impresa*, 2003.

¹⁵⁹ La tesi è sostenuta in modo articolato da A. MORANO, *Il merger leveraged buy-out* alla luce del nuovo art. 2501-bis in *Le Società*, 2003 per il quale: «pur non essendo lecito desumere indicazioni dal tenore letterale della norma in esame, circa l'obbligatorietà della circostanza che il rimborso del finanziamento avvenga nel medesimo lasso di tempo contemplato dal piano finanziario, intendendo detto elemento quale requisito di legittimità dell'operazione di LBO, appare sicuramente necessario, anche con riguardo all'eventualità di scongiurare profili di responsabilità degli amministratori delle società coinvolte in detta operazione, che il piano finanziario contempli espressamente le modalità ed i tempi di rimborso integrale del finanziamento. Potrà, tuttavia, ritenersi ammissibile e lecita un'ipotesi in cui, alla scadenza del periodo temporale contemplato dal piano finanziario, la parte di debito non ancora rimborsata rientri nei limiti delle voci di debito che sono da ritenersi fisiologiche per una società che presenti quelle medesime caratteristiche dimensionali».

Una breve parentesi va aperta sulla lettera del quarto comma dell'art. 2501-*bis* c.c. che ancora una volta fa menzione di un dovere di relazione di esperti sul progetto di cui al secondo comma della stessa norma.

La relazione *de qua* è quella prevista per ogni tipo di fusione *ex art.* 2501-*sexies* e rappresenta un atto altamente garantista che attesta, in modo del tutto imparziale, la ragionevolezza e la congruità del rapporto di cambio operato e predisposto dagli amministratori delle società nel progetto di fusione.

La terzietà e l'imparzialità di tale atto è garantita dalla norma che disciplina le modalità di selezione degli esperti chiamati a redigerlo¹⁶⁰, e dall'eventuale possibilità riconosciuta alle due società che partecipano alla fusione di richiedere la nomina di tali esperti direttamente al tribunale.

Vista poi la responsabilità di cui sono investiti tali esperti, che possono essere chiamati a risarcire eventuali danni sofferti da soci e creditori della società in seguito alla fusione, è sancito il diritto di chi redige la relazione ed il corrispondente obbligo di esibizione da parte degli amministratori della società, di ottenere tutti i documenti e le informazioni necessarie alle verifiche da effettuare.

L'ultimo atto richiesto dal legislatore per assicurare la trasparenza e la chiarezza dell'operazione di *merger leveraged buyout*, è l'allegazione al progetto di fusione presentato dagli amministratori di una «*relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti*» della *target* o della *newco*.

¹⁶⁰ Come prevede il co.3 dell'art. 2501-*sexies*: «l'esperto o gli esperti sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'art.2409-bis e se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una s.p.a. o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società. Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa.» per cui, eccetto i casi in cui vi è il diretto intervento dell'autorità giudiziaria, tale relazione è redatta *ex art.* 2409-bis dai revisori legali contabili della società.

È necessario segnalare che questa disposizione è attualmente il frutto di vari interventi modificativi, uno dei quali si è avuto nel 2010 ad opera della di Riforma della revisione legale dei conti¹⁶¹, che ha sostituito le parole «*del soggetto incaricato della revisione legale dei conti*» alle precedenti «*della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria*».

Inizialmente quindi tale disposizione ha introdotto un ulteriore strumento di cautela qualora l'operazione di MLBO avesse coinvolto società, anche una sola di esse, sottoposte per legge alla revisione contabile obbligatoria¹⁶² da parte di una società di revisione. Ci si riferiva in questo caso alle società che possiedono una parte di capitale o strumenti finanziari quotati in borsa, o che sono controllate da società a loro volta quotate in borsa. In seguito all'intervento modificativo una parte della dottrina¹⁶³ ritenendo ammissibile un'analogia tra controllo contabile e revisione contabile ha auspicato un allargamento delle fattispecie riconducibili all'applicazione del quinto comma dell'art.2501-*bis*, ammettendo che tutte le società coinvolte in un'operazione di MLBO sono sottoposte all'obbligo di tale relazione, eccetto il caso in cui l'operazione coinvolga due società il cui controllo contabile, non essendo obbligatorio, sia affidato a sindaci o revisori-persona fisica.

Non pochi dubbi dottrinali sono sorti però in merito al tipo di relazione a cui l'articolo si riferisce, bisogna ricordare infatti che il legislatore è stato costretto ad intervenire nuovamente sulla lettera della disposizione che parlava, originariamente, in modo generico di relazione; in merito a ciò il legislatore con decreto correttivo, nel febbraio del 2004, ha ritenuto

¹⁶¹ D.lgs. n.39 del 27 Gennaio 2010 art 37.

¹⁶² Così come previsto dagli artt. 155 e 165 del T.U.F. nonché dall' art.119 d.lgs. 24 Febbraio 1998, n.58.

¹⁶³ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, Op. cit..

opportuno far precedere l'articolo indeterminativo "una" alla parola "relazione". Tale intervento ha portato le correnti dottrinarie ad ipotizzare che la scelta sia indirizzata ad esigere la redazione di una relazione *ad hoc* della società di revisione contabile.

È stato infatti precisato che una scelta orientata all'uso dell'articolo determinativo "la" in alternativa ad "una" avrebbe condotto ad identificare tale relazione con la stessa che la società incaricata di operare la revisione contabile redige in sede di bilancio, senza necessità di produrne una nuova *ad hoc*.

Un'altra osservazione va fatta in merito al caso in cui entrambe le società coinvolte nella fusione siano sottoposte all'obbligo di revisione contabile, in tale circostanza ci si è chiesti se necessitano le relazioni di entrambe le società di revisione, oppure ne sia sufficiente una sola.

Un'analisi della disposizione fa propendere la dottrina maggioritaria verso quest'ultima soluzione, in quanto la disciplina parla espressamente di "una relazione" non richiedendone tante quante le società di revisione coinvolte dalla fusione; inoltre la scelta della società di revisione a cui incaricare la redazione di tale atto è affidata alla discrezione degli amministratori delle società che possono liberamente affidarsi alla società di revisione che ritengono più opportuna; la congiunzione "o" che ritroviamo nell'art 2501-bis: «*della società di revisione della società obiettivo o della società acquirente*» non sembra attribuire carattere sussidiario alla scelta della seconda alternativa.

È doveroso sottolineare la differente funzione della relazione *de qua* dalle altre due relazioni menzionate nei commi precedenti (quella degli amministratori al progetto di fusione ex art.2501-*quinquies*, e quella degli esperti ex art.2501-*sexies*), mentre infatti le prime due attestano rispettivamente le ragioni economico-finanziarie dell'operazione, e la congruità-

convenienza del rapporto di cambio operato dagli amministratori nel progetto di fusione; questo atto, nonostante non possa prescindere dal contenuto dei primi due¹⁶⁴, risulta comunque finalizzato all'esclusivo accertamento della correttezza contabile dei dati contenuti nel progetto di fusione e, secondo alcuni¹⁶⁵, anche alle metodologie contabili che caratterizzano l'intera operazione, senza attenere a considerazioni di merito sulla convenienza o sostenibilità dell'operazione.

Va sul punto segnalata una tesi¹⁶⁶ che sostiene la possibilità da parte dei soci di deliberare la fusione nonostante un eventuale parere negativo espresso dalla società di revisione sulla correttezza contabile dell'operazione.

L'ultimo comma dell'art. 2501-*bis* ha un forte valore interpretativo, esso pur rappresentando *prima facie* una clausola derogatoria, che esclude in modo espresso l'applicazione degli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c. al caso di fusione a seguito di indebitamento, dal punto di vista ermeneutico spiega la *ratio* che soggiace all'intera disciplina in tema di *leveraged buyout*.

Ai fini della nostra analisi ermeneutica è opportuno partire dalle due fattispecie di fusione disciplinate dagli articoli 2505 e 2505-*bis* che rispettivamente fanno riferimento al caso di fusione per "incorporazione di società interamente possedute" e di "incorporazione di società possedute al novanta per cento"; entrambe le fattispecie ispirate a criteri di logica e ragionevolezza prevedono in casi caratterizzati da assetti azionari specifici¹⁶⁷

¹⁶⁴ Così come sostenuto da L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Op. cit.*, che mette in dubbio l'apparente estraneità totale dell'operato dei revisori contabili al contenuto degli atti redatti dagli amministratori nel seguire la procedura ex art 2501-*bis*.

¹⁶⁵ P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, *Op. cit.*, p. 816 e ID., *Commento all'art. 2501-*bis**, *Op. cit.*, p. 2322.

¹⁶⁶ L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-*bis**, *Op. cit.*.

¹⁶⁷ Deve trattarsi di «incorporazione di una società in un'altra che possiede tutte le azioni o quote della prima» ex art. 2505 oppure, nel caso dell'art. 2505-*bis* di «incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote».

un procedimento di fusione semplificato che non prevede il voto assembleare. Il co. 2 dell'art 2505 ed il co. 2 dell'art 2505-bis c.c. stabiliscono infatti che la fusione può essere deliberata con atto pubblico redatto dagli organi amministrativi delle due società, senza la necessità di un voto favorevole dell'assemblea straordinaria dei soci, e nel caso in cui tale possibilità sia prevista dall'atto costitutivo della società o dallo statuto¹⁶⁸.

Se quindi la *ratio* di semplificazione del procedimento di fusione che caratterizza le due norme esaminate, dà la possibilità di concludere una fusione attraverso il solo lavoro degli organi amministrativi, è palese che il legislatore escludendo l'applicazione di tale disciplina ha voluto evitare che potessero verificarsi casi di *merger leveraged buyout* condotti dai soli amministratori delle società ed ha così imposto che in ogni caso la fusione debba essere autorizzata dai soci.

2.4. L'importanza dell'informazione pre-assembleare per la tutela degli “stakeholders”. Invalidità dell'operazione e diritto di opposizione.

È stato più volte detto che l'operazione di *merger leveraged buyout* pur essendo *in re ipsa* lecita può avere risvolti perniciosi, in particolare può determinare danni nei confronti di soggetti terzi rispetto all'operazione, ed addirittura estranei alla società ma portatori d'interesse (cd. *stakeholders*); si pensi ad esempio al caso di fornitori di materie prime utilizzate per l'esercizio dell'attività economica di *target* che vantano crediti nei confronti di quest'ultima.

¹⁶⁸ Ovviamente l'applicazione dell'art. 2501-ter è fatta salva dalla lettera dell'art 2505 c.c. co.2.

Il ventaglio di problematiche che possono essere legate ad un'operazione di *merger leveraged buyout* è molto ampio e va dall'esistenza di conflitti d'interesse interni alla società, alla possibile e più volte paventata elusione del divieto di assistenza finanziaria, ma in particolare può verificarsi il frequente pericolo di scalate societarie ostili e fraudolente ed operazioni predatorie che possono arrecare gravi danni economico-finanziari.

Soci di minoranza e terzi, creditori della società, sono le due figure di soggetti maggiormente esposte alla pericolosità del MLBO, ed è soprattutto a loro tutela che è rivolta la disciplina degli art. 2501-*bis* e ss¹⁶⁹.

L'intera disciplina appena esaminata è fortemente incentrata su obblighi di informazione pre-assembleare¹⁷⁰, che vengono adempiuti attraverso la redazione, ad opera di soggetti diversi, di distinti documenti di natura contabile-finanziaria.

La *ratio* degli obblighi informativi in questione risiede nel dovere di fornire informazioni complete a soggetti che sono portatori d'interesse nella società coinvolta dall'operazione di *merger leveraged buyout* e che sono chiamati ad approvare un atto di fusione che comporta una riallocazione non solo dell'intero assetto societario, ma anche del rischio d'impresa che essi hanno assunto¹⁷¹; l'incombere di un debito sul patrimonio di *target* ha l'effetto di obbligare la stessa società a produrre redditi necessari all'adempimento delle obbligazioni. Tali documenti hanno il merito di

¹⁶⁹ «La documentazione sulla base della quale dovrà adottarsi la deliberazione di fusione contenga tutti gli elementi idonei a consentire una ponderata valutazione dell'operazione [si noti: dell'operazione complessiva, non solo della fusione!]. Ciò al fine di agevolare, per un verso l'esercizio del diritto di voto e del diritto di impugnazione, da parte dei soci; per altro verso l'esercizio del diritto di opposizione (art. 2503) da parte dei creditori» così argomenta F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in N. Abriani e altri, *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, Milano, 2003, p.326.

¹⁷⁰ Si fa riferimento all'assemblea straordinaria dei soci che deve essere convocata ex art. 2502 c.c. e 2365 c.c. per l'approvazione del progetto di fusione da parte delle due società partecipanti alla fusione.

¹⁷¹ Per una accurata disamina del fenomeno si veda CACCHI-PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout*, *Op. cit.*.

riequilibrare quell'asimmetria informativa tra finanziatori-promotori¹⁷² delle operazioni di *merger leveraged buyout* e *stakeholders* (soci di minoranza-creditori) di *target* che caratterizzava le operazioni di MLBO condotte precedentemente alla riforma.

Per ciò che concerne la posizione dei soci di *target* che non sono direttamente partecipi dell'operazione di *merger leveraged buyout*, bisogna ravvisare però due ordini di cose: in primo luogo, l'effetto dell'operazione, essendo quello di generare un cambio del controllo della società, comporta, nei casi previsti dalla legge, la diretta applicazione della disciplina in materia di offerta pubblica d'acquisto, e l'applicazione delle correlative cautele che la legislazione *de qua* appresta ai soci di minoranza; in secondo luogo la stessa disciplina in materia di fusione, prevede in via generale l'esistenza di diversi istituti e mezzi che possono garantire ai soci di minoranza di salvaguardare i loro interessi. In quest'ottica la vasta gamma di informazioni trasmesse attraverso la documentazione pre-assembleare prodotta ex art. 2501-*bis* serve a dare la possibilità ai soci di far valere consapevolmente e ragionevolmente gli strumenti di tutela già insiti, in via generale, nella disciplina della fusione. La disciplina del *merger leveraged buyout* va quindi considerata rafforzativa e non sostitutiva delle cautele espresse dagli artt. 2468 e 2473 c.c. in materia di diritto di recesso del socio.

Per poter constatare gli eventuali rischi in cui incorrono i soci di minoranza di *target* bisogna innanzitutto chiarire che dal punto di vista finanziario l'atto di fusione e la disciplina in materia di congruità del rapporto

¹⁷² Elemento caratterizzante dell'operazione è infatti la conoscenza e soprattutto la condivisione del *business plan* redatto dai promotori dell'operazione economica da parte dei soggetti finanziatori che sono quindi dettagliatamente informati sulle intenzioni economiche, industriali e finanziarie di *new-co*, prima del rilascio del finanziamento. Essi diventeranno infatti investitori con proprio capitale di rischio nell'attività di *target*.

di cambio rappresentano un preliminare atto di garanzia, ed impediscono una incondizionata traslazione del debito contratto da *newco* sul patrimonio di *target*.

Autorevole dottrina¹⁷³ ha dettagliatamente esaminato la questione mettendo in evidenza l'effetto di diluizione delle partecipazioni societarie susseguente al calcolo di concambio derivante da una fusione in cui parte dell'acquisto delle partecipazioni sia finanziata da un debito.

Il rapporto di cambio viene infatti calcolato tenendo conto dei debiti che insistono sulla situazione patrimoniale della società acquirente, in modo da far valere in tale calcolo solo le partecipazioni acquisite da *newco* con mezzi propri¹⁷⁴; la percentuale del pacchetto di controllo che è acquisita grazie al capitale ottenuto in prestito non è imputata al cambio derivante dalla fusione. In ragione di tale principio, l'effettivo assetto societario derivante dalla fusione può essere notevolmente diverso rispetto alla situazione iniziale, quindi *newco* può mantenere il controllo di *target* solo nella misura in cui la diluzione delle partecipazioni non abbia portato la sua partecipazione sotto la quota che ne assicura lo stesso¹⁷⁵.

Da tale punto di vista è importante sottolineare un altro effetto derivante dal fenomeno di diluizione delle partecipazioni societarie ossia l'aumento

¹⁷³ S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout*, *Op.cit.*, pp. 14-16.

¹⁷⁴ Assistiamo all'applicazione del principio in base al quale la fusione è determinata tenendo conto del valore effettivo dei patrimoni delle società che vi partecipano.

¹⁷⁵ L'esempio pratico riportato dalla dottrina *de qua* può semplificare la comprensione di tale effetto: si consideri il caso di una *target* che abbia un attivo di 1000, non abbia debiti ed abbia un patrimonio netto di 1000 imputato a capitale e rappresentato da 1000 azioni dal valore di euro 1 ciascuna. Se con un'operazione di MLBO una *newco* acquista 800 azioni che ammontano all'80% del capitale di *target*, impiegando il 20% di mezzi propri ed il restante 80% di soldi presi in prestito, avremmo 160 azioni acquisite con mezzi propri e 640 con capitale di terzi. Attraverso l'applicazione di tale principio all'atto di fusione tra *newco* e *target*, la determinazione del rapporto di cambio prevederebbe l'annullamento delle 640 azioni possedute da *newco* che non possono essere computate nel nuovo assetto societario perché acquisite con un debito per cui la nuova ripartizione di capitale prevedrebbe da un lato la partecipazione dei soci detentori delle 200 azioni e dall'altro la *newco* con le sole 160 azioni computate nel rapporto di cambio, per cui una riduzione della partecipazione a *target* dall'80% precedente alla fusione al 44% post fusione, con la contestuale perdita del controllo di diritto.

della partecipazione alla società dei soci di minoranza dovuta all'elisione e redistribuzione su tutte le altre azioni del valore della partecipazione acquistata a debito da *newco*.

Quest' aumento della partecipazione dei soci di minoranza può essere vantaggioso se l'operazione di MLBO ha un buon esito, in quanto percepiranno profitti più elevati rispetto a quelli a cui avevano diritto in base alla partecipazione azionaria alla vecchia *target*, ma ovviamente comporta anche un'esposizione più elevata al rischio di impresa della nuova società e soprattutto all'obbligo di restituzione del debito che con la fusione è stato traslato sul patrimonio di *target*.

Tutte le valutazioni del caso risultano quindi essere ancorate alla sostenibilità dell'operazione che può essere valutata dai soci solo consultando l'esaustiva mole di informazioni pre-assembleari sul progetto di fusione.

Il legislatore ha inteso tutelare i soci introducendo nella disciplina del *merger*, il principio di ragionevolezza che deve caratterizzare il giudizio degli esperti contabili, ma in particolare degli amministratori nella redazione della relazione al progetto di fusione. Questi ultimi infatti hanno l'obbligo-derivante dal rapporto fiduciario che li lega alla società ed ai soci- di impedire l'attuazione di una fusione che può produrre effetti di insostenibilità del debito assunto. È realizzato in tal modo un vero e proprio "filtro" preliminare alla confusione dei patrimoni delle due società.

Emerge quindi un'importante innovazione-che è l'elemento di novità rispetto al passato-in merito al "*tempus*" in cui i soci possono agire a tutela della propria posizione: con l'informativa pre-assembleare è infatti possibile evitare la fusione *ex ante* contestando la ragionevolezza e la sostenibilità dell'operazione piuttosto che impugnare successivamente la delibera di fusione, pertanto alla riforma va riconosciuto il merito di aver anticipato la tutela dei soci al momento che precede la definizione dell'operazione;

precedentemente infatti potevano solo affidarsi al rispetto del principio di congruità del rapporto di cambio ed eventualmente azionare i rimedi risarcitori del caso.

2.5 La disciplina dell'offerta pubblica d'acquisto nel caso di operazioni di MLBO.

Partendo ora dalla constatazione che l'acquisizione del controllo è stata considerata *in primis* dal legislatore, e successivamente dall'unanime dottrina che si è espressa sull'art 2501-*bis* un elemento essenziale della fattispecie che determina l'applicazione dell'intera disciplina in materia di MLBO, è doveroso analizzare la possibile applicazione della disciplina legislativa in materia di offerta pubblica d'acquisto obbligatoria, che è a sua volta imperniata sul trasferimento delle partecipazioni di controllo di una società.

L'OPA è un istituto che opera nel settore delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e hanno azioni e/o altri strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato¹⁷⁶; la disciplina di tale istituto prevede casi di obbligatorietà dell'offerta qualora si verifichi il trasferimento di partecipazioni azionarie considerate rilevanti¹⁷⁷.

¹⁷⁶ È fondamentale chiarire che la disciplina del T.U.F. in materia di opa è riferita nello specifico ai "titoli" definiti come strumenti finanziari che garantiscono ai possessori l'esercizio del diritto di voto, in generale, o su materie specifiche, quindi la rilevanza pertiene all'esercizio di diritti che comportano una partecipazione attiva alla gestione della società, escludendo i casi di azioni o titoli di risparmio esenti dal diritto di voto in assemblea. Si veda art 101-bis co 2 T.U.F.

¹⁷⁷ A partire dal 1974 sono state emanate una serie di disposizioni che tendono a far chiarezza sui possessi azionari rilevanti in società quotate e società che operano in settori economici sensibili (per es. telecomunicazioni, editoria, settore energetico, assicurazioni ecc). La Consob, attualmente ha il compito di ricevere le comunicazioni inerenti il possesso di quote definite rilevanti.

Il criterio della rilevanza¹⁷⁸ è quindi prodromico alla obbligatorietà dell'OPA, e nel caso di operazioni di *merger leveraged buyout* è indiscutibile che tale quota di rilevanza venga raggiunta dalle operazioni di acquisizione di una *newco* rispetto ad una *target* quotata in borsa.

Sono quindi due gli elementi fondamentali che comportano un'applicazione della disciplina di OPA obbligatoria nel caso di operazioni di MLBO, il primo è che *target* sia una società che abbia una quota di capitale circolante in un mercato regolamentato, ed il secondo è che l'operazione di acquisizione condotta da *newco* comporti il passaggio di proprietà di partecipazioni azionarie rilevanti.

La disciplina di riferimento è contemplata dal *Testo unico della Finanza*, approvato con D.lgs. n.58 del 24 Febbraio 1998. L'art. 106 del testo descrive il caso di offerta pubblica totalitaria che deve essere lanciata da chiunque acquisti partecipazioni di una società quotata in borsa che comportino un superamento del 30% del capitale¹⁷⁹. La quota del trenta per cento è stabilita dal T.U.F. come indice presuntivo del controllo della società, infatti se l'acquirente dimostra che, nonostante la sua partecipazione superi tale soglia, risulta essere ancora socio di minoranza, non è in tal caso obbligato a lanciare l'OPA totalitaria. Ovviamente nel caso di un *merger leveraged buyout*, il promotore mirando proprio all'acquisizione del controllo, incorre inevitabilmente nell'obbligo di un'OPA totalitaria successiva.

¹⁷⁸ Il possesso di partecipazioni rilevanti in società quotate in mercati regolamentati è oggetto di una fitta disciplina legislativa avuta origine nel 1974 con la legge n.216 ed oggi rintracciabile nell'art.120 del testo unico sulla finanza. Tale disciplina normativa è finalizzata a garantire trasparenza rispettivamente ai detentori di partecipazioni rilevanti su cui incombe l'obbligo di comunicazione alla Consob di eventuali modificazioni dell'entità di tali partecipazioni.

¹⁷⁹ È bene ricordare che per capitale s'intende sempre l'insieme di titoli che dà diritto all'esercizio del voto in società così come descritto nella nota che precede.

La *ratio* dell'obbligo introdotto dal T.U. è quella innanzitutto di assicurare una parità di trattamento dei soci che detengono partecipazioni in una società quotata, garantendo loro la possibilità di alienare le proprie partecipazioni al prezzo maggiorato rispetto al valore corrente, che ha caratterizzato la vendita del pacchetto di controllo.

Il controllo di una società ha infatti di regola un costo superiore rispetto al valore della somma delle azioni che lo determinano; questo *surplus* detto anche “premio di maggioranza”, viene pagato da chi decide di acquisire il controllo della società; l'OPA totalitaria obbligatoria mira alla distribuzione del premio di maggioranza tra tutti i soci evitando disparità di trattamento¹⁸⁰.

Nel caso di *merger leveraged buyout* ha anche un'altra importante funzione che è ovviamente quella di permettere ai soci di minoranza di uscire dalla società liquidando le proprie azioni per un valore maggiore rispetto a quello di mercato, evitare dunque l'*exit* dalla società esercitando il diritto di recesso, che implicherebbe un *iter* più tortuoso e costoso rispetto alla cessione *de qua* ed infine eviterebbe al socio di minoranza di sottostare alle politiche aziendali che sono alla base del programma economico finanziario di fusione redatto dagli amministratori delle società.

Prima di analizzare il procedimento che caratterizza un'OPA totalitaria obbligatoria è necessario puntualizzare che se il controllo della società è stato acquistato da *newco* mediante una precedente offerta pubblica d'acquisto totalitaria (volontaria), e non con una trattativa privata con i soci di controllo, la disciplina *de qua* non si applica; può tuttavia ricorrere il caso di OPA obbligatoria residuale previsto qualora l'OPA volontaria ha

¹⁸⁰ La disciplina in materia di opa è stata molte volte ritoccata dal legislatore. Gli interventi mirano di volta in volta a spostare la disciplina su posizioni che, a seconda dei periodi storici e del momento politico, oscillano tra il protezionismo ed il liberismo. Per una più approfondita disamina del tema si veda G.F. CAMPOBASSO, *Diritto delle società* in *Diritto commerciale* UTET giuridica, Torino, p.261.

comportato l'acquisizione di una partecipazioni che superi complessivamente il 95% del capitale¹⁸¹, inoltre se tale percentuale si spinge fino a quota 98, tale obbligo si converte in un vero e proprio diritto potestativo del nuovo socio di controllo¹⁸².

Il procedimento che suscita interesse nel caso di una operazione di MLBO è quello disciplinato dall'art. 106 T.U.F. che prevede delle regole meno flessibili rispetto al caso di OPA volontaria. L'elemento caratterizzante l'offerta è chiaramente il prezzo stabilito dall'offerente per l'acquisto di ogni singola azione che deve avere secondo l'art. 106 del T.U.F. un valore minimo corrispondente a *«un prezzo non inferiore alla media aritmetica fra il prezzo medio ponderato di mercato degli ultimi dodici mesi e quello più elevato pattuito nello stesso periodo dall'offerente per acquisti di azioni ordinarie»*; la *ratio* è quella di evitare offerte irrisorie¹⁸³; tale prezzo però subisce delle modificazioni: nel caso di OPA obbligatoria infatti esso deve equivalere al prezzo più alto pagato dall'offerente per l'acquisto di titoli dello stesso tipo avvenuto nei dodici mesi precedenti; inoltre la Consob può disporre un aumento o una diminuzione dello stesso se ricorrono alcune circostanze stabilite dall'art 106 co. 3 T.U.F. e 47-bis, 47-novies reg. emittenti¹⁸⁴.

¹⁸¹ Il T.U. stabilisce all'art. 108 le soglie che determinano vari casi di offerta pubblica d'acquisto ulteriore a quella volontaria, o quella prevista dall'art 106. Se dall'esito di un'opa deriva un'acquisizione superiore al 90% del capitale, ma inferiore al 95% il socio dominante ha l'obbligo di ripristinare entro 90 giorni il capitale flottante, cedendo le partecipazioni che eccedono il 90%. Se invece l'opa ha determinato un'acquisizione di almeno il 95% delle azioni, il socio dominante ha l'obbligo di acquistare le azioni residuali da chiunque ne faccia richiesta; infine tale obbligo si trasforma in diritto potestativo qualora il socio dominante detenga il 98% delle partecipazioni.

¹⁸² In tale ultimo caso ci troviamo di fronte ad una situazione in cui la percentuale residuale essendo infima implica la tutela dell'interesse del socio totalitario ad ottenere l'intera proprietà della società piuttosto che garantire il diritto dell'esigua minoranza a rimanere in società.

¹⁸³ Lanciando un'opa volontaria irrisoria, l'offerente avrebbe poi una sorta di garanzia rispetto all'esito della successiva ed eventuale opa totalitaria obbligatoria.

¹⁸⁴ Ex art 106 co. 3 lett. c) T.U.F.: «La Consob disciplina con regolamento le ipotesi in cui: [...] l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo inferiore a quello più elevato pagato, fissando i criteri per determinare tale prezzo e purché ricorra una delle seguenti circostanze: 1) i prezzi di mercato siano stati influenzati da eventi eccezionali o vi sia il fondato sospetto che siano stati oggetto di manipolazione; 2) il prezzo più elevato pagato dall'offerente o dalle persone che agiscono di

Tale offerta deve essere lanciata entro venti giorni dall'acquisto della partecipazione rilevante che ne ha determinato l'obbligo ed ha ad oggetto la totalità dei titoli quotati ancora in circolazione.

Importanti sono le sanzioni previste nel caso di violazione della disciplina in materia di OPA totalitaria obbligatoria che sono ancor più rilevanti nell'economia di un'operazione di *merger leveraged buyout*: innanzitutto è contemplata l'impossibilità di esercitare il diritto di voto relativo alla partecipazione rilevante acquisita, è poi sancito l'obbligo di riduzione della partecipazione rilevante acquisita al di sotto della soglia del 30% entro un periodo massimo di 12 mesi¹⁸⁵.

Ovviamente la perdita del diritto di voto in assemblea rappresenta un grande impedimento all'attuazione del *merger leveraged buyout* perché impedirebbe in questo caso a *newco* di poter votare l'approvazione del progetto di fusione, inoltre la riduzione della partecipazione di *newco* nella compagine sociale di *target* potrebbe comportare la probabile perdita del controllo della stessa che ricordiamo essere elemento essenziale della fattispecie *ex art. 2501-bis*.

Bisogna infine puntualizzare che l'ultimo comma dell'art. 110 del T.U.F. prevede il venir meno della sospensione del diritto di voto dal momento in cui la partecipazione rilevante sia stata riportata sotto la soglia del 30%,

concerto con il medesimo nel periodo di cui al comma 2 sia il prezzo di operazioni di compravendita sui titoli oggetto dell'offerta effettuate a condizioni di mercato e nell'ambito della gestione ordinaria della propria attività caratteristica ovvero sia il prezzo di operazioni di compravendita che avrebbero beneficiato di una delle esenzioni di cui al comma 5418; d) l'offerta, previo provvedimento motivato della Consob, è promossa ad un prezzo superiore a quello più elevato pagato purché ciò sia necessario per la tutela degli investitori e ricorra almeno una delle seguenti circostanze: 1) l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo abbiano pattuito l'acquisto di titoli ad un prezzo più elevato di quello pagato per l'acquisto di titoli della medesima categoria; 2) vi sia stata collusione tra l'offerente o le persone che agiscono di concerto con il medesimo e uno o più venditori; 3) ...omissis...; 4) vi sia il fondato sospetto che i prezzi di mercato siano stati oggetto di manipolazione .

¹⁸⁵ Ex art. 110 T.U.F.:«In caso di violazione degli obblighi previsti dalla presente sezione, il diritto di voto inerente all'intera partecipazione detenuta non può essere esercitato e i titoli eccedenti le percentuali indicate negli articoli 106 e 108 devono essere alienati entro dodici mesi. Nel caso in cui il diritto di voto venga esercitato, si applica l'articolo 14, comma 5. L'impugnazione può essere proposta anche dalla Consob entro il termine indicato nell'articolo 14, comma 6»

in tal caso però *newco* si ritroverebbe priva del controllo di diritto necessario per l'attuazione del *merger*, per cui l'operazione di MLBO potrebbe *de facto* essere compromessa.

2.5.1. Ancora sulla tutela di soci e creditori in operazioni di MLBO: il diritto di recesso e l'opposizione alla fusione.

A questi rimedi posti a tutela del socio di minoranza *ex ante* l'operazione di fusione, va aggiunto il rimedio di carattere generale che opera *ex post*, ossia l'esercizio del diritto di recesso del socio che abbia espresso la volontà di non aderire all'approvazione della fusione.

La disciplina di riferimento è quella dettata dagli artt. 2347 e 2473 c.c. che prevedono il primo elencando casi specifici ed il secondo in via generale il diritto soggettivo del socio di uscire dalla società. Tra i casi *de quibus* rientra l'eventuale disapprovazione della fusione.

Un'analisi della disciplina sostanziale che descrive il procedimento di uscita dalla società attraverso l'esercizio del diritto di recesso evidenzia come tale procedura sia più tortuosa ed economicamente meno vantaggiosa rispetto alle possibilità di *exit* garantite al socio prima dell'atto di fusione in una operazione di MLBO.

La prima *condicio sine qua non* prevista dall'art. 2502 c.c.¹⁸⁶ è la manifestazione di volontà del socio di non acconsentire alla fusione durante l'assemblea di approvazione. Ciò che può caratterizzare un aggravio dal punto di vista economico è la lunghezza dell'*iter* di liquidazione della

¹⁸⁶ Secondo la cui lettera la fusione: «[...] avviene, nelle società di persone, con il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la parte attribuita a ciascuno negli utili, salva la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione e, nelle società di capitali, secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto [...]»

partecipazione sociale, e le modalità di determinazione del *quantum* indicate dall' art. 2437-ter c.c.

Partendo prima di tutto dall'analisi di tale ultimo punto, l'art. 2473-ter stabilisce che «*il valore di liquidazione delle azioni è determinato, ...dagli amministratori..., tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.*» il problema principale può risiedere nel margine di discrezionalità affidato agli amministratori nella determinazione del *quantum*, ed agli eventuali «criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione» previsti dallo statuto.

Se è vero che contro la valutazione effettuata dagli amministratori, il socio può esercitare a norma dell'art 2437-ter ultimo comma una contestazione che comporta l'intervento di un esperto nominato dal tribunale, è altrettanto vero che tale procedura ha l'ulteriore effetto di protrarre nel tempo l'*iter* di liquidazione della partecipazione sociale¹⁸⁷.

Considerando poi la procedura di liquidazione della partecipazione, anche in tal caso la disciplina prevede una serie di passaggi che comportano un allungamento dei tempi di liquidazione rispetto alle eventuali vie d'uscita percorribili anteriormente alla fusione.

L'art. 2437-quater prevede *in primis* che le azioni del socio recedente siano offerte agli altri soci in proporzione alle loro partecipazioni¹⁸⁸; il

¹⁸⁷ È doveroso ricordare infatti che il credito derivante dal diritto al rimborso diventa liquido ed esigibile solo dal momento in cui è stato determinato, tuttavia ai sensi dell'art. 1282 c.c. co.1 da tale momento possono essere calcolati gli interessi senza necessità, da parte del creditore (socio receduto) di compiere l'atto di messa in mora (04/5548).

¹⁸⁸ Le azioni vengono offerte mediante opzione che dà ai soci la possibilità, entro 30 giorni di esercitare il diritto di prelazione sulle stesse.

comma 2 prevede che l'esercizio del diritto di opzione dei soci su tali azioni possa essere esercitato nel termine non inferiore ai 30 giorni che decorre dalla pubblicazione dell'offerta di opzione nel registro delle imprese¹⁸⁹. In via sussidiaria, gli amministratori collocano presso terzi le azioni che non sono state acquistate dai soci¹⁹⁰; se residuano azioni da rimborsare che non sono state collocate presso i soci o terzi, gli amministratori effettuano il rimborso al socio recedente, entro centottanta giorni, acquistando le azioni con le riserve disponibili della società. Se non ci sono utili o riserve disponibili utilizzabili per tale operazione, viene convocata un'assemblea straordinaria per deliberare la riduzione del capitale sociale, e se tale riduzione comporta una riduzione dello stesso al di sotto del limite minimo di 120.000 euro imposto dalla legge, è deliberato lo scioglimento della società.

Dalla durata dei termini previsti per i vari passaggi ritenuti dalla legge necessari ai fini della determinazione prima, e del pagamento poi della partecipazione del socio recedente, emerge una dilatazione eccessiva dei tempi di recupero del capitale investito in società rispetto ad un'eventuale adesione all'offerta d'acquisto, o alla successiva OPA obbligatoria, o infine all'esercizio dell'*exit* in caso di opposizione al piano economico finanziario presentato dagli amministratori ex art 2501-*bis*.

Se per i soci la disciplina legislativa prevede la possibilità di tutelare la propria posizione attraverso diversi rimedi, la tutela degli interessi dei creditori della società è invece incentrata sulla possibilità di esperire per via giudiziale un'opposizione all'atto di fusione. Tale possibilità, prevista dall'art. 2503 c.c. va però collegata, nel caso di un'operazione di *merger*

¹⁸⁹ Tale pubblicazione avviene a sua volta entro il termine di 15 giorni decorrenti dall'atto di determinazione del valore delle azioni da liquidare.

¹⁹⁰ Nel caso di azioni quotate in mercati regolamentati, la collocazione delle stesse «avviene mediante offerta nei mercati medesimi» (art 2347-quater co.4).

leveraged buyout, alle previsioni normative dettate dall'art. 2501-*bis*. Da questo collegamento è stato possibile mettere in luce alcune criticità che caratterizzano l'esercizio del diritto di opposizione, che palesano l'esistenza di una disciplina che non sempre permette ai creditori di tutelare agevolmente la loro posizione rispetto alla società derivante dalla fusione. Le difficoltà di un buon esito dell'opposizione ruotano intorno al fondamento e alla natura giuridica della stessa. I due punti sono oggetto di teorie interpretative molto diverse tra loro.

L'orientamento dominante in dottrina e giurisprudenza¹⁹¹ considera l'opposizione quale rimedio di natura individuale fondato sul pregiudizio che la fusione arreca alle ragioni dei creditori, tale pregiudizio risiede per alcuni nella lesione della garanzia generica del creditore che consiste nella eventuale riduzione del valore statico-patrimoniale della società risultante dalla fusione, per altri invece il pregiudizio è di carattere commerciale in quanto la lesione del creditore sussiste se la fusione compromette le capacità della società di operare commercialmente e produrre redditi (lesione della cd. "garanzia commerciale").

In entrambe le situazioni però il problema legato all'attuazione dell'art. 2501-*bis* è lo stesso in quanto l'eventuale irragionevolezza della sostenibilità dell'operazione di MLBO può essere utilizzata, dal creditore, nella richiesta di opposizione alla fusione, solo come argomento di prova.

La dimostrazione dell'insostenibilità dell'operazione non è quindi da sola sufficiente a permettere l'accoglimento della richiesta di opposizione,

¹⁹¹ In questo senso G. FERRI, *La fusione, le società* in *Tratt. Dir. Civ.*, fondato da F. Vassalli, X, III, Torino 1987, *Fusione di società* I) diritto commerciale in *Enc. Giur. Treccani*, Roma, 1989, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di Angelici-Ferri, Torino 1993; V. SALANDRIA, *Manuale di diritto commerciale*, I, Bologna; A. BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, II, *Società per azioni*, Milano, Giuffrè, 1948; V. SALAFIA, *La fusione delle società commerciali. Introduzione* in *Società*, 1986; T. MANFREDOCE, *Il sistema dell'art. 2503* in *Società* 1986; M.S. Spolidoro in A. Serra-Spolidoro, *Fusioni e scissioni di società*, Milano, IPSOA, 1994.

dovendo il creditore dimostrare in concreto l'effettiva lesione della garanzia (generica o commerciale che sia) del suo credito. Da tale punto di vista si potrebbe dire che l'art. 2501-*bis* ha introdotto una disciplina che non è di per sé sufficiente a tutelare i creditori della società *target*.

Secondo alcuni autori la posizione assunta dalla dottrina dominante si fonda su un errore di valutazione che determina delle notevoli criticità dell'istituto in esame dal punto di vista giuridico. L'errore di cui si discorre consisterebbe nell'aver creato in capo ai creditori della società un vero e proprio diritto soggettivo che permette loro di ingerire nell'amministrazione della società, impedendo *ex ante* l'attuazione di un atto di gestione della società, quale appunto la fusione.

Utilizzando le parole di un esponente della dottrina *de qua* il vizio consisterebbe nel «condizionare l'applicazione di una norma ad un evento non previsto esplicitamente dalla legge come elemento della fattispecie, senza averne dimostrato l'essenzialità all'interno della disciplina».¹⁹²

Da tale impostazione deriverebbero alcune criticità: in primo luogo l'opposizione attribuirebbe ai creditori il potere di condizionare la fusione, creando in tal modo una situazione di potere di ingerenza di terzi nell'amministrazione della società, ed in secondo luogo tale diritto d'ingerenza si pone in netto contrasto con la disciplina che regola la vita delle società, compromettendone il funzionamento.

Analizzando il primo aspetto critico è possibile asserire che una considerazione dell'opposizione così come impostata dalla dottrina prevalente comporterebbe un'ingiustificata inversione alla dicotomia diritto-rimedio in quanto l'opposizione da iniziale rimedio giudiziale all'attuazione di un

¹⁹² G. CABRAS, *Le opposizioni dei creditori*, Milano, Giuffrè Op. cit., p. 112, ed ancora sull'argomento si veda lo stesso autore in *Società: trasformazione e fusione (panorama di giurisprudenza)*, in *Giur. Comm.*, 1978.

interesse, si capovolgerebbe in un vero e proprio diritto soggettivo ad ingerire nella gestione di una società.

In merito a tale questione va detto infatti che il rimedio posto dall'art. 2503 c.c. a tutela dei creditori non va "estremizzato" poiché i soggetti terzi che sono portatori d'interesse in una società, decidono, nonostante le dovute garanzie del caso, di partecipare al rischio d'impresa a cui ogni ente operativo sul mercato è sottoposto. Ovviamente rispetto ai soci, i creditori sono "protetti" dalle perdite ad opera della disciplina che regola gli atti di disposizione sul patrimonio sociale, e dai rimedi revocatori operabili ex art. 2900 c.c. e ss.

Su tale punto quindi il bilanciamento tra partecipazione al rischio d'impresa del creditore e tutela della garanzia del credito può ritenersi sufficientemente garantito dai limiti alla disposizione del capitale sociale e all'esercizio dell'*actio revocatoria*¹⁹³, senza dover ingiustificatamente ampliare la portata del rimedio oppositorio, che non può trasformarsi in un diritto soggettivo del creditore alla partecipazione ad atti di gestione straordinaria della società, che sono di esclusiva pertinenza di soci ed amministratori.

Altro rilievo critico che impedisce di cogliere con chiarezza il vero fondamento dell'opposizione alla fusione è rappresentato dall'assenza, nella lettera dell'art. 2503 c.c. di ogni riferimento agli elementi necessari all'accoglimento della domanda di opposizione. Tale aspetto rende questo rimedio giudiziale davvero poco operabile.

Ancora una volta comparando la disciplina dell'opposizione a quella dell'azione revocatoria, emergono delle differenze talmente importanti

¹⁹³ È bene puntualizzare che l'azione revocatoria è un rimedio che opera *ex post*, rendendo inefficaci atti che solo successivamente si sono dimostrati fraudolenti, ed in danno al creditore. Operando successivamente tale rimedio non determina un'attività di ingerenza preventiva del creditore nella gestione del patrimonio del debitore.

che non permettono di accomunare disciplina ed effetti giuridici dei due istituti. L'art. 2901 c.c. infatti non solo stabilisce il rimedio ad atti di disposizione del debitore in frode al creditore ma ne delinea anche il fondamento ed i presupposti applicativi, cosa che è del tutto assente nella lettera dell'art. 2503. Anche sul piano dell'operatività è doveroso sottolineare come gli effetti dell'azione revocatoria operano solo *ex post* e solo *inter partes*, mentre l'opposizione ha effetto *ex ante* ed annulla l'intera operazione di fusione.

È proprio quest'ultimo aspetto a generare un altro spunto di riflessione critica, che porta alla soluzione del problema posto dalla dottrina *de qua*¹⁹⁴.

L'eventuale accoglimento di una richiesta di opposizione presentata da un solo creditore ha infatti il potere di annullare l'atto nei confronti di tutti gli altri soggetti, compresi gli altri creditori della società che non hanno presentato opposizione; dall'attuazione di un rimedio attivabile individualmente deriverebbero quindi degli effetti collettivi.

Ed è proprio il carattere collettivo degli effetti generati dall'accoglimento dell'opposizione che detta la soluzione al dilemma posto dalla dottrina in esame, in base al quale non sarebbe presente nell'art. 2503 c.c. il fondamento dell'opposizione né sarebbe giustificata l'ingerenza di un creditore nell'attività gestionale della società per tutelare un suo personale interesse economico.

L'articolo infatti mira a tutelare un insieme di interessi di natura collettiva di cui sono titolari i creditori in quanto "categoria" e non singoli portatori d'interesse, l'ingerenza determinata dall'opposizione nella gestione della società trarrebbe giustificazione quindi dalla tutela di un principio di

¹⁹⁴ La tesi è sostenuta principalmente da S. CACCHI PESSANI, La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout, *Op. cit.* pp.149 e ss.

ordine generale espresso dalla legge che si identifica nella necessità di garantire la più efficiente allocazione e gestione delle risorse possibile che assume una rilevanza superiore alle logiche particolari di gestione.

Questa corrente dottrinale ha il merito di superare le difficoltà connesse all'accettazione della richiesta di opposizione sul piano probatorio.

Si è detto in precedenza che, seguendo i principi dettati da dottrina e giurisprudenza dominante, l'opposizione diventa un rimedio di difficile applicazione, in quanto il creditore deve dare concreta dimostrazione dell'effettiva lesione della sua posizione individualmente considerata. In tale contesto giuridico, le eventuali violazioni degli obblighi previsti dall'art. 2501-*bis* avrebbero valenza di meri argomenti di prova, non essendo da sole sufficienti a dimostrare l'effettività del pregiudizio subito dal singolo creditore in quanto non vi è connessione causale tra l'atto di violazione del *solvency test* e l'evento di lesione del singolo credito¹⁹⁵.

Se però la portata dell'intervento del creditore è considerata secondo l'interpretazione della dottrina minoritaria, il rimedio giudiziale trova fondamento in una diversa concezione dell'istituto, che non è più quella di tutela individuale, ma di protezione dell'interesse collettivo della categoria dei creditori.

Partendo allora da tale considerazione, la domanda di opposizione, avrebbe maggiori possibilità di accoglimento in quanto la dimostrazione in giudizio della violazione dell'iter stabilito dall'art 2501-*bis* sarebbe da

¹⁹⁵ Un esempio può meglio spiegare la situazione processuale *de qua*: si consideri quale creditore della società *target* un lavoratore dipendente relativamente alle somme che gli spettano a titolo di TFR.

In seguito ad un'operazione di MLBO, il lavoratore decide di presentare opposizione alla fusione perché la relazione degli esperti ex art. 2501-bis è negativa; la domanda può non essere accolta perché l'instabilità economico-finanziaria derivante dalla fusione non lede in modo effettivo l'interesse del lavoratore alla tutela del credito, in quanto il TFR, in base alla situazione patrimoniale della società, è liquidabile entro l'anno successivo alla fusione, mentre le criticità finanziarie si potrebbero presentare entro il secondo anno successivo alla fusione. Il giudice pertanto ritiene la domanda di opposizione non fondata perché alla scadenza del debito la società è in grado di pagare il TFR al lavoratore.

sola sufficiente a provare l'impossibilità di sostenere economicamente l'operazione e quindi l'esistenza concreta di un pregiudizio per i creditori. In tal caso l'opposizione diventerebbe un rimedio attivabile in base alla sola violazione dell'art 2501-*bis* garantendo tutela effettiva e piena agli *stakeholders*, concretizzandosi in un vero e proprio strumento di “*corporate governance*”¹⁹⁶.

Uno strumento che rappresenta invece un mezzo di tutela a carattere individuale, può senza dubbio considerarsi l'esercizio dell'azione revocatoria, attivata *ex post* dal singolo creditore della società *target*, al fine di dichiarare inopponibile l'atto di fusione alla garanzia del proprio credito.

Nel caso di esercizio di tale rimedio giudiziale bisogna bilanciare gli effetti derivanti dall'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese e gli “effetti relativi” derivanti da un eventuale accoglimento dell'*actio*.

Il deposito dell'atto di fusione presso l'ufficio del registro delle imprese¹⁹⁷ provoca gli effetti stabiliti dall'art. 2404-quater c.c. secondo il quale eseguite le necessarie iscrizioni, non può essere pronunciata l'invalidità dell'atto di fusione; facendo salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente patito da soci e creditori.

Come fa notare autorevole dottrina¹⁹⁸ la sanatoria disposta dall'art. 2504-quater insiste solo sull'invalidità dell'atto di fusione, la *ratio* di tale scelta è ovviamente quella di garantire la certezza dei rapporti giuridici *in primis*

¹⁹⁶ Con tale termine si allude all'effetto della posizione assunta dalla dottrina minoritaria di accettare una ingerenza di soggetti diversi dai soci alla gestione della società indirizzando le decisioni di soci ed amministratori verso gli obiettivi di efficienza generale del sistema economico che sono alla base delle regole e dei limiti all'autonomia patrimoniale del debitore che l'opposizione garantisce per via giudiziale.

¹⁹⁷ Ex art. 2504 c.c. “La fusione deve risultare da atto pubblico. L'atto di fusione deve essere depositato per l'iscrizione, a cura del notaio o dei soggetti cui compete l'amministrazione [...], entro trenta giorni, nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione, di quella che ne risulta o della società incorporante [...]”.

¹⁹⁸ CACCHI-PESSANI, La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout, *Op. cit.*, p. 188.

e, concretizzare poi la tutela dei soci con il rimedio risarcitorio, piuttosto che incidere sul piano reale dell'atto, inficiandone la validità¹⁹⁹.

L'assenza di ogni riferimento, nella norma *de qua*, all'efficacia dell'atto, ci permette invece di considerare l'eventuale possibilità da parte del singolo creditore, che abbia in sede giudiziale una pronuncia favorevole rispetto all'azione revocatoria proposta avverso l'atto di fusione, di annullare gli effetti della commistione dei patrimoni delle due società nei suoi confronti, conservando il privilegio del suo credito sui beni che appartenevano, prima della fusione, alla società di cui era creditore. In altri termini, l'azione revocatoria impedisce da un lato di incidere sull'assetto organizzativo della società che nasce dalla fusione e, dall'altro invece garantisce al creditore di evitare che la confusione dei patrimoni possa pregiudicare il soddisfacimento del suo credito. Ai fini del pagamento dell'obbligazione il creditore conserva la sua preminenza nel soddisfacimento del credito, sui beni che erano stati posti a garanzia del debito della vecchia società.

L'azione revocatoria per tanto inciderà solo “*sull'allocazione del patrimonio e dell'ordine di preferenza dei creditori*”, senza compromettere “*l'esistenza dell'organizzazione sociale che dalla fusione è derivata*”²⁰⁰.

Può in tal modo concludersi che rispetto alle operazioni di *merger leveraged buyout*, l'art. 2901 c.c. permette al singolo creditore di recuperare sul piano individuale quel mezzo di tutela che l'opposizione alla fusione, in base al suo fondamento giuridico collettivo, non può costituire.

¹⁹⁹ Le ragioni sono pienamente in linea con i criteri ispiratori della riforma del diritto societario del 2003 di cui si è parlato *supra*.

²⁰⁰ CACCHI-PESSANI, La tutela dei creditori nelle operazioni di *merger leveraged buyout*, *Op. cit.*, p. 194.

2.5.2. L'art. 2504-quater: la tutela risarcitoria degli stakeholders per violazione dell'art. 2501-bis.

Un'altra categoria di rimedi per la tutela dei creditori della società bersaglio è individuabile nella disposizione di cui al comma 2 dell'art. 2504-quater che prevede la risarcibilità del danno patito a causa della fusione. Anche questa scelta del legislatore va interpretata alla luce delle linee direttrici che hanno ispirato la riforma del diritto societario del 2003 e, sono proprio tali principi a permetterci di analizzare il fenomeno risarcitorio de quo.

Liquidata in modo eloquente l'assenza di un legame pregiudiziale tra esercizio dell'opposizione alla delibera assembleare di fusione e richiesta del risarcimento del danno²⁰¹, in particolar modo nella fattispecie di *merger leveraged buyout*²⁰²; la dottrina più favorevole è passata a verificare a chi spettasse l'effettiva titolarità dell'obbligo passivo risarcitorio.

²⁰¹ Sul punto vari autori, tra cui G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Rivista del Notariato*, 1990, 900; G. PETTARIN, *Acquisizione, fusione e scissione di società*, Milano, Giuffrè, 1992, propendono per l'esistenza di un rapporto pregiudiziale tra opposizione alla fusione e richiesta di risarcimento del danno, in base al quale il creditore non avrebbe alcuna legittimazione ad agire in danno alla società ex art. 2504-quater se non risultasse la sua preventiva opposizione all'atto di fusione.

Sul versante opposto invece A. SERRA – M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Milano, 1994; A. R. ADIUTORI, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano Giuffrè, 2000, secondo cui l'azione risarcitoria è autonoma rispetto all'impugnazione e all'opposizione e, quindi il risarcimento può essere chiesto anche in assenza della preventiva impugnazione della delibera di fusione.

Va inoltre precisato che opposizione e richiesta risarcitoria operano su due piani giuridico-processuali diversi che non sono legati da rapporti pregiudiziali, il piano della tutela cautelare (opposizione) e quello della tutela riparatoria (risarcimento).

²⁰² I creditori della *target*, nei casi di *merger leveraged buyout*, possono subire il danno anche in un momento successivo alla fusione, anzi nella maggior parte dei casi è proprio nel periodo *post* fusione che emerge l'irragionevolezza del programma economico-finanziario che comporta un indebolimento delle garanzie della società in danno ai creditori.

Possono quindi verificarsi condizioni che prima non erano prevedibili, o non erano così attuali da giustificare giudizialmente una richiesta di opposizione, ma che arrecano un grave danno economico al creditore.

Sul punto è da registrare la tesi di chi propende per una responsabilità diretta della società derivante dalla fusione e, chi invece fa ricadere tale obbligo sugli organi amministrativi.

Ancora una volta è possibile distinguere tra tesi oggettiva e, tesi soggettiva.

Secondo il primo orientamento giuridico²⁰³ il legislatore ha sostituito l'azione di nullità, o annullamento con un'imputazione di obbligazioni alla società, avente portata generale e natura indennitaria con l'obiettivo di *“allocare il peso del danno derivante dalla fusione secondo criteri socialmente ed economicamente giustificabili”*²⁰⁴. Tale impostazione porterebbe ad escludere la rilevanza soggettiva degli atti degli organi amministrativi portando ad una responsabilità diretta ed oggettiva della nuova società.

Un'ulteriore conferma della tesi prospettata può essere data dall'interpretazione sistematica dell'art. 2504-quater: quando infatti il legislatore elimina la possibilità di dichiarare la nullità o l'annullabilità delle delibere che sono state iscritte nel registro delle imprese, alla tutela risarcitoria viene affidata una funzione equivalente a quella ricoperta dall'azione di impugnazione, nella quale non rileva l'elemento soggettivo.

La tesi soggettivista²⁰⁵ parte invece dalla necessità di distinguere le azioni risarcitorie ex art. 2504-quater, in cui l'ingiustizia che fa sorgere il danno è individuabile in un vizio *“proprio”*²⁰⁶ della deliberazione di fusione, dalle altre.

²⁰³ Si veda sul punto C. ANGELICI, *La nullità della fusione* in *Riv. Comm.*, Milano, Vallardi editore, 1992, I, 272; SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità* in *Riv. Soc.*, Milano, Giuffrè, 2004, 1530.

²⁰⁴ Così CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di leveraged buyout* in *Quaderni Giur. Comm.*, Op. cit., p. 215.

²⁰⁵ Ripercorribile ancora nell'opera di CACCHI-PESSANI, *Idem*, Op. cit., pp. 217 – 218.

²⁰⁶ Si fa riferimento in tal caso alla contrarietà alla legge o all'atto costitutivo, oppure all'illiceità dell'oggetto della delibera assembleare.

Nel caso di *merger leveraged buyout* infatti, non assistiamo al fenomeno di “sostituzione” tra responsabilità risarcitoria della società ed azione di impugnazione, poiché il danno non nasce da un vizio proprio della deliberazione assembleare. Quando infatti l’azione risarcitoria da parte dei creditori è rivolta ad ottenere un risarcimento per la conclusione di un MLBO in violazione dell’art. 2501 -bis c.c., bisogna ricordare che tale violazione non è causa di nullità della delibera, al più può essere considerata un’ipotesi di non conformità alla legge o all’atto costitutivo e, quindi condizione di annullamento.

Per tale serie di motivi, viene a mancare l’elemento considerato essenziale ad attribuire alla società risultante dalla fusione una responsabilità diretta ed oggettiva, per ritornare nello spazio della responsabilità soggettiva degli amministratori²⁰⁷ per colpa o dolo nella redazione degli atti necessari al compimento di un *merger leveraged buyout* ragionevole.

2.6 Il controllo notarile

Le particolari disposizioni procedurali dettate al riguardo dal legislatore della riforma e la peculiare natura della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, danno luogo al problema dell’individuazione dei limiti e delle modalità di esercizio del controllo notarile di legalità e dell’eventuale successivo controllo dell’autorità giudiziaria di cui all’art. 2436 c.c.

²⁰⁷ Non bisogna trascurare il fatto che per soggettivo s’intende solo il criterio di determinazione della responsabilità. Sul piano economico, il relativo *quantum* del danno sarà sempre sofferto dalla società, sulla quale ricade l’obbligo risarcitorio arrecato ai creditori dall’attività dei suoi organi amministrativi in funzione del rapporto organico tra amministratori e società derivante ex art. 2049 c.c. [la società risponde delle conseguenze giuridiche, compreso il risarcimento del danno, della condotta (commissiva od omissiva) dei propri dipendenti che configuri un reato e sia stato commesso nell’esercizio delle incombenze cui essi sono adibiti (95/12023). E ancora: il fatto illecito commesso dal dipendente di una persona giuridica, implica la responsabilità civile di quest’ultima, non quella personale di amministratori e in generale di coloro che il potere di gestione dell’ente (77/4069)].

A tale riguardo appare opportuno osservare che la delibera dell'assemblea dei soci si limita ad approvare il progetto, il quale al pari della relazione illustrativa degli amministratori deve contenere le motivazioni di cui all'art. 2501-bis, commi 2 e 3, c.c., pertanto, approvando il progetto, conseguentemente, l'assemblea dei soci approva tali motivazioni²⁰⁸.

Orbene, il controllo notarile e l'eventuale controllo successivo del Tribunale costituiscono controlli di mera legalità e non di merito, infatti, il notaio rogante ovvero il Tribunale devono limitarsi a verificare la sussistenza delle condizioni previste dalla legge e precisamente: la presenza delle motivazioni di cui all'art. 2501-bis commi 2, 3 e 4 c.c. nel progetto di fusione e nella relazione degli amministratori e degli esperti nonché la mera congruenza logico-giuridica delle motivazioni addotte limitandosi cioè a verificare che tali motivazioni siano state espresse in termini univoci ed oggettivi senza valutare in alcun modo la convenienza dell'operazione o la verità dei fatti posti a base della stessa²⁰⁹.

Senonché, in molti casi la verifica finalizzata ad accertare la sussistenza di tali presupposti richiede una specifica e dettagliata conoscenza della situazione delle società interessate che spesso può sfociare in una valutazione di merito. In questi casi non può certamente essere attribuito al notaio l'incarico di emettere un giudizio di merito il quale può necessitare di complessi accertamenti in sede di un giudizio contenzioso²¹⁰.

²⁰⁸ G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del Notariato*, 2008, fasc. 5, pp. 1057-1059.

²⁰⁹ E. TARTAGLIA, *Leveraged buy out, rischi ed opportunità*, in *Professionisti & Imprese*, Maggioli, 2009.

²¹⁰ F. MAGLIULO, *La Fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario*, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, *Il sole 24 ore*, pp. 139-140.

CAPITOLO III

LE VARIABILI APPLICATIVE DELLE OPERAZIONI DI MERGER LEVERAGED BUYOUT

3.1. Premesse sulla natura civilistica delle operazioni di LBO e sulla loro “ontologica” funzionalità.

Con il sostegno di autorevole dottrina²¹¹ è possibile affermare che le operazioni di *leveraged buyout* non sono autonomamente indicative di uno schema, od un tipo contrattuale individuabile in una norma specifica, ma il loro carattere “ontologico” deriva dall’effetto giuridico che producono. L’effetto giuridico da cui deriverebbe l’essenza dell’operazione ed il suo possibile inquadramento *de iure* è stato individuato nella “*traslazione del costo dell’acquisizione sul patrimonio della società acquisita*”²¹², o ancora, in termini “a-tecnici”: “*con il leveraged buyout un soggetto acquista una società senza pagare di tasca propria, bensì facendo pagare il costo dell’acquisizione alla società stessa*”²¹³.

Aggiungendo a tali considerazioni, la definizione già menzionata in precedenza, data da altro autorevole studioso del tema²¹⁴, è possibile dedurre che l’operazione di *merger leveraged buyout* può essere articolata di volta in volta in diverse varianti applicative, che pur comportando un dovere di analisi caso per caso delle strutture negoziali utilizzate e dei soggetti

²¹¹ V. BARBA, *Profili civilistici del leveraged buyout in Pubblicazioni del Dipartimento di Diritto Privato e Comunitario*, Università degli studi di Roma La Sapienza, Milano Giuffrè, 2003.

²¹² Così P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, *Op. cit.*.

²¹³ Così L. G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili civilistici del leveraged buyout*, *Op. cit.*.

²¹⁴ Ci si riferisce alla definizione del leveraged buyout data da R. PARDOLESI, *Il leveraged buyout, una novità a tinte forti[o fosche]?*, *Op. cit.*, pp. 402 ss. Che ha soprannominato tale operazione “bestia proteiforme”.

contraenti (per la maggior parte delle volte) coinvolti, risultano essere alla fine accomunate dall'effetto che caratterizza l'uso della leva finanziaria, ossia la traslazione del debito sulla società acquisita.

Prima di analizzare le varie forme di strutturazione del *merger leveraged buyout*, è opportuno introdurre un chiarimento sulla natura giuridica che dal punto di vista civilistico caratterizza in generale l'intera categoria di operazioni riconducibili a tale istituto.

La situazione di cui si discorre riguarda i profili civilistici del LBO messi in evidenza da un noto giurista in un'omonima opera. Lo studioso si sofferma su quale debba essere l'esatta definizione del *leveraged buyout*, visto che la dottrina riferendosi a questo fenomeno fa spesso (ab)uso del termine "operazione", trascurando il fatto che tale "nomenclatura" presenti delle peculiarità giuridiche che non sono in grado di metterne a fuoco le caratteristiche.

Più che di operazione o, secondo alcuni, "tecnica finanziaria"²¹⁵, sarebbe più corretto inquadrare il LBO o come collegamento contrattuale²¹⁶, oppure come contratto unitario.

In tale contesto, propendere per la prima scelta significherebbe ammettere l'esistenza di diversi contratti autonomi tra di loro, su cui sarebbe opportuno effettuare un controllo di liceità solo nel caso in cui ve ne fosse qualcuno atipico.

²¹⁵ D. DI GRAVIO, *Presentazione* in *Dir. Fall.*, 1990.

²¹⁶ Su tale argomento la letteratura è cospicua, si riporta la posizione di A. SCOTTI GALLETTA, *Negozi collegati e negozio di collegamento* in *Dir. Giur.*, 1968, secondo la quale: "è ipotizzabile l'esistenza di un ulteriore negozio, al di sopra di quelli collegati, che corrisponda ad uno scopo comune che regoli validità ed efficacia dei negozi collegati, condizionandoli reciprocamente"; oppure C. DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa* in *Riv. Dir. Comm.*, 1977.

Tali contratti producono gli effetti tipici della loro disciplina normativa, ed è il collegamento di tali effetti²¹⁷ a dar vita a sua volta al fenomeno de “l’acquisizione di una società mediante un debito che viene traslato sul patrimonio della stessa società acquisita”. È da sottolineare che tale ipotesi non prevede problemi di “meritevolezza” in quanto i singoli contratti, essendo tipici, sono di per sé meritevoli di tutela.

Tuttavia l’opzione del collegamento contrattuale non sembra rispecchiare del tutto, dal punto di vista giuridico, un *leveraged buyout*. Innanzitutto non è possibile ammettere che una operazione di LBO sia il frutto del collegamento sussistente tra gli effetti dei vari contratti posti in essere; in primo luogo perché tale impostazione imporrebbe l’esclusione dell’esistenza di una causa e di un oggetto contrattuale “proprio” e “distinto” del LBO; ed in secondo luogo perché la scelta della teoria del collegamento negoziale si fonda sul mantenimento dell’autonomia dei vari contratti stipulati²¹⁸.

Per tale ordine di ragioni giuridiche si è pervenuti alla conclusione che il *leveraged buyout* debba considerarsi un contratto unitario “misto” o “complesso” dotato di un oggetto e di una causa specifici e distinti dagli elementi essenziali delle varie fattispecie contrattuali poste in essere per concludere l’operazione (finanziamento, acquisizione di azioni, fusione, ecc...) ²¹⁹.

²¹⁷ Il fatto che caratterizza tale impostazione è che i contratti siano “teleologicamente orientati” alla produzione di un risultato che è fuori dalle singole fattispecie poste in essere, le quali, è bene precisarlo, conservano la loro autonomia e funzione tipica.

²¹⁸ Come precisa M. GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati* in *Riv. Italiana di Scienze Giuridiche*, 1937.

²¹⁹ Come precisato da A. ZACCARIA, *Commentario breve al codice civile (a cura di) Cian-Trabucchi*, CEDAM, Padova, 2016, il contratto complesso è contrassegnato dall’esistenza di un’unica causa che si riflette sul nesso intercorrente tra le varie prestazioni con un’intensità unica tale da precludere che ciascuna di esse possa essere caratterizzata da una sua propria causa tipica.

È infatti opportuno precisare che solo ammettendo tale scelta è possibile spiegare il senso dell'operazione che “*si caratterizza per l'unità del rapporto giuridico patrimoniale regolato*”²²⁰ e che è inoltre: “*volto a perseguire non diversi intenti, ma un unico interesse, rispetto al quale le molteplici prestazioni dedotte si lasciano ricondurre ad un unico rapporto, caratterizzate dall'unicità della causa e dell'oggetto*”²²¹.

Infatti nel *leveraged buyout* quelli che vengono considerati contratti autonomi perdono la loro identità diventando “porzioni” di un accordo più ampio caratterizzato dalla comune intenzione delle parti di realizzare la specifica operazione che si sta esaminando.

Ovviamente i problemi di meritevolezza di tale contratto sono “spazzati via” dalla disciplina prevista dall'art. 2501-*bis* c.c. che, come è stato detto, ne garantisce la liceità e soprattutto “protegge” tutti i soggetti coinvolti in via diretta ed indiretta nell'operazione.

3.2 Fusione inversa (reverse merger) ed acquisto di azioni proprie: le diverse pratiche messe in atto per evitare la violazione dell'art. 2357.

Focalizzando ora l'attenzione sulle varie modalità operative di un *merger leveraged buyout*, è indispensabile condurre un'analisi rispetto al tipo di fusione che caratterizza l'operazione ed i non pochi problemi di natura giuridica a cui essa dà vita.

²²⁰ V. BARBA, *Profili civilistici del leveraged buyout*, Op. cit., p. 30.

²²¹ Ancora V. BARBA *Idem*, Op. cit., p.32.

La maggioranza delle operazioni di *merger leveraged buyout* ha luogo con una fusione inversa. L'impiego di tale tecnica, se da un lato è indispensabile a garantire il buon esito dell'operazione sotto diversi profili, dall'altro può dar luogo alla violazione della disciplina civilistica in materia di acquisto di azioni proprie, ritenuta inderogabile.

L'operazione definita dall'interprete "fusione inversa", o *reverse merger*²²², è un tipo di fusione per incorporazione, per cui presume necessariamente la presenza di un rapporto di partecipazione al capitale di una delle due società, all'altra, che non necessariamente, deve essere una situazione di controllo *ex art. 2359 c.c.*²²³; ovviamente nella maggioranza dei casi, ed in particolare in un'operazione di MLBO esiste un rapporto di controllo tra le due società, che può essere addirittura totalitario. Quest'ultima situazione è determinativa di uno stato delle cose giuridicamente ed economicamente "critico", poiché attraverso una fusione inversa tra incorporanda-controllante ed incorporante totalmente controllata dalla prima, deriverebbe una società che è unica azionista di sé stessa.

La situazione che caratterizza questa "specie" di fusione sta nel fatto che l'incorporante non sia la società controllante, o la capogruppo (nel caso di una *holding*), ma la società controllata.

Questa scelta, del tutto legittima, può essere motivata da una diversa serie di situazioni legate principalmente all'attività svolta dalla controllata-incorporante.

Le ragioni prevalenti hanno di solito carattere organizzativo, a maggior ragione nel caso in cui ci si trovi di fronte ad una società capogruppo di

²²² È bene chiarire fin d'ora che l'uso di questa locuzione è fatto a titolo esemplificativo, in quanto il *reverse merger* è una definizione di natura contabile-fiscale che non appartiene alla fattispecie della fusione inversa in generale.

²²³ Il riferimento è ai nn. 1 e 2 del co.1 dell'art. 2359 c.c. che disciplinano le fattispecie di controllo di diritto, è esclusa l'ipotesi disciplinata dal n. 3 che invece si riferisce al controllo di fatto.

una *holding* da un lato, ed una partecipata operativa (situazione caratterizzante le operazioni di MLBO) dall'altro. La fusione inversa permette infatti di alleggerire gli oneri di comunicazione dell'operazione ai clienti ed ai fornitori della società partecipata e correlativamente questi ultimi hanno il vantaggio di evitare la modifica dei loro registri contabili; inoltre la società partecipata conserva il suo *status*, se è quotata in un mercato regolamentato, e permette di conseguenza alla capogruppo di "aprirsi al mercato dei capitali"²²⁴.

Gli oneri più importanti che la *reverse merger* permette di alleggerire, riguardano le incombenze economiche e giuridiche connesse agli atti di volta degli *assets* della società partecipata previsti nel caso di un'incorporazione diretta; oppure, alla frequente presenza nel patrimonio di una società operativa di rapporti giuridici difficilmente trasmissibili²²⁵ quali concessioni, licenze, diritti di *how-know*, ecc..

Sul punto è necessario segnalare una problematica ancorata al concetto giuridico di fusione.

In dottrina²²⁶ infatti ha lungamente prevalso la tesi secondo la quale l'atto di fusione comporta l'estinzione delle società che si fondono per dare vita

²²⁴ P. CASTELLANO, *Le problematiche della fusione inversa* in *Rivista del Notariato*, Milano, Giuffrè, 2008, p.3.

²²⁵ Sia per loro natura sia per la possibile esistenza del diritto potestativo di soggetti terzi di impedirne la trasmissione, come nel caso di concessioni amministrative in cui *ex lege* necessita il consenso della Pubblica Amministrazione al trasferimento delle stesse.

²²⁶ Fra tutti si vedano G. FERRI, *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1936, p. 216; U. NAVARRINI, *Delle società e delle associazioni commerciali. Commentario del Codice di Commercio*, II, Milano, 1924, p. 738; V. SCIALOJA, *Natura giuridica della trasformazione di società* in *Saggi di vario diritto*, Roma, 1928, p. 49. Tra gli autori che hanno ritenuto che la fusione desse vita ad una successione a titolo universale si segnalano, peraltro, C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1962, p. 522; P. GRECO, *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959, p. 453; B. VISENTINI, *Fusione tra società*, Roma, 1942, pp. 3 ss.; A. DE GREGORIO, *Corso di diritto commerciale*, Roma, 1954, p. 366; G. CABRAS, *Trasformazione e fusione*, in *Giur. Comm.*, 1976, I, p. 133; A. GRAZIANI, G. MINERVINI, U. BELVISO, *Manuale di diritto commerciale*, Napoli, 1994, p. 254; A. FRÈ, *Sul diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1967, I, pp. 34 ss.; F. FERRARA JR., *Persone giuridiche*, II ed., Torino, 1973, p. 543.

ad un nuovo ente, e nel caso specifico di incorporazione, è da considerarsi estinta la sola società incorporata.

Partendo da tale concezione di natura “antropomorfa” derivano dalla fusione effetti successori: il trasferimento del patrimonio della società estinta deve sottostare alle disposizioni del codice civile sulla successione, e nel caso di specie sul trasferimento d’azienda²²⁷. Questa opzione implica ovviamente l’onere di effettuare la trascrizione dell’atto di fusione in ossequio al principio di continuità delle trascrizioni²²⁸ ponendo il problema dell’impossibilità di successione da parte dell’incorporante nei contratti caratterizzati dall’*inuitus personae*, soprattutto quando quest’ultima sia un “mero contenitore” di azioni della prima, come nel caso di una *newco* nelle operazioni di *merger leveraged buyout*.

Alla risoluzione di tali criticità provvede quella corrente che supera la “teoria antropomorfica delle persone giuridiche”²²⁹ ed è definita “modificativa”. Quest’ultima trova supporto sia nella lettera delle disposizioni *ex artt. 2502-bis e 2504-bis* del codice civile, sia nelle decisioni giurisprudenziali più recenti²³⁰ che definiscono la fusione quale mera modifica degli atti costitutivi²³¹, che non si estinguono, ma sono invece caratterizzati

²²⁷ Si fa qui particolare riferimento all’osservanza delle norme previste per il trasferimento della proprietà dei beni in caso di trasferimento d’azienda *ex art 2556 c.c.*: «Per le imprese soggette a registrazione, i contratti che hanno per oggetto il trasferimento della proprietà o il godimento dell’azienda devono essere provati per iscritto, salva l’osservanza delle forme stabilite dalla legge per il trasferimento dei singoli beni che compongono l’azienda o per la particolare natura del contratto. I contratti di cui al primo comma, in forma pubblica o per scrittura privata autenticata, devono essere depositati per l’iscrizione nel registro delle imprese, nel termine di trenta giorni, a cura del notaio rogante o autenticante».

²²⁸ *Ex art. 2650 c.c.*: «Nei casi in cui, [...], un atto di acquisto è soggetto a trascrizione, le successive trascrizioni o iscrizioni a carico dell’acquirente non producono effetto, se non è stato trascritto l’atto anteriore di acquisto. Quando l’atto anteriore di acquisto è stato trascritto, le successive trascrizioni o iscrizioni producono effetto secondo il loro ordine rispettivo [...]».

²²⁹ Si veda F. GALGANO, *Persona giuridica in Noviss. Dig. It., disc. Priv.*, XIII, Torino, 1995.

²³⁰ Basti pensare che sul punto si è pronunciata la Corte di Cassazione a sezioni unite, nella sentenza dell’8 febbraio 2006 n. 2637.

²³¹ Sul punto è intervenuta ancora la corte di Cassazione Sez. II civile, 26 Aprile 2016, sentenza n.8430: «nelle ipotesi di fusione per incorporazione, l’estinzione della società incorporata, né crea un nuovo soggetto di diritto nell’ipotesi di fusione paritaria, ma attua l’unificazione mediante l’integrazione

dall' «integrazione reciproca, complementare e simultanea dei preesistenti contratti sociali»²³².

Gli obblighi pubblicitari sono quindi legati solo alla trascrizione dell'atto di fusione regolarmente approvato dall'assemblea dei soci e consistono nel deposito della delibera di fusione per l'iscrizione nel Registro delle Imprese in ossequio alla procedura prevista dall'art. 2346 c.c.

Più esplicita risulta essere la norma relativa agli effetti della fusione, che determina, in capo alla società risultante dall'atto, l'assunzione di diritti ed obblighi delle società partecipanti alla fusione, ma prevede soprattutto la prosecuzione in tutti i rapporti giuridici e processuali delle stesse. Ai fini interpretativi è importante sottolineare come il legislatore non faccia mai menzione del vocabolo “successione” che riferito all'istituto in esame, può considerarsi, alla luce delle osservazioni appena fatte, meramente esemplificativo o utilizzato in modo “a-tecnico”.

La pubblicità legale garantita dall' iscrizione nel Registro delle Imprese è quindi *in re ipsa* sufficiente a garantire l'opponibilità ai terzi della nuova situazione giuridica generata dalla fusione.

Per ciò che concerne invece la problematica relativa allo scioglimento dei rapporti fondati sull' *intuitu personae*, la nuova tesi esclude l'applicabilità della disciplina richiamata dalla dottrina “successoria” in materia di *successio mortis causa* o trasferimento d'azienda. Secondo la corrente dottrina “modificativa” lo scioglimento di tali rapporti può trovare la sua tutela naturale nei rimedi ordinari previsti dal codice qualora si verificano difetti funzionali della causa del contratto, si pensi ad esempio al classico caso di inadempimento delle prestazioni contrattuali.

reciproca delle società partecipanti alla fusione, risolvendosi in una vicenda meramente evolutivo-modificativa dello stesso soggetto giuridico, che conserva la propria identità pur in un nuovo assetto organizzativo».

²³² P. CASTELLANO, *Problematiche della fusione inversa* in *Rivista del Notariato*, Op. cit., p. 4.

La realizzazione di una fusione inversa può essere caratterizzata da differenti tecniche realizzative che tentano in diverso modo di superare la possibile violazione della disciplina imperativa dettata in materia di operazioni su azioni proprie.

Tutte le tecniche adottate ruotano intorno al problema più spinoso generato dall'attuazione di una fusione inversa, ossia il pericolo di violare la disciplina inderogabile dettata dagli artt. 2357 e ss. del codice civile in materia di "acquisto di azioni proprie".

Trascurando un'isolata tesi "negazionista"²³³ di tale fenomeno che esclude la possibile violazione della norma in quanto non considera quale effetto della fusione inversa l'acquisto di azioni proprie, la maggioranza di studiosi e giudici ritiene "congenito" a tale tipo di operazione la probabile violazione dell'art. 2357 c.c.

È quindi inevitabile cogliere e dare interpretazione alle ragioni che hanno portato allo sviluppo della disciplina *de qua*, che sono rivolte alla ricerca di un difficile bilanciamento tra interessi che seppur fortemente contrapposti, meritano tutti di essere tutelati.

La *quaestio* ruota intorno alla pericolosità che caratterizza, in generale, le operazioni che una società di capitali può compiere sulle proprie azioni. La perniciosità di tali attività investe in modo particolare l'integrità del capitale sociale ed il corretto funzionamento dell'organizzazione societaria potendo trarre in inganno terze parti, siano esse creditori della società, siano esse investitori.

²³³ La tesi ha natura giurisprudenziale ed è rinvenibile nella decisione della Corte di Appello di Venezia, Sentenza del 14 dicembre 1995 la cui massima prevede che "*Nella fusione per incorporazione in cui l'incorporanda è unico socio dell'incorporante, l'intero capitale di quest'ultima a seguito dell'annullamento dell'intero capitale sociale della prima, che si estingue, viene intestato ai soci dell'incorporanda, nella stessa misura delle quote da loro possedute nell'incorporanda medesima, anteriormente alla fusione. Pertanto, realizzandosi l'annullamento della partecipazione istantaneamente all'atto della fusione, non può parlarsi in senso proprio di trasferimento di quote e quindi di acquisto di proprie quote da parte della società incorporante*".

Queste sono le ragioni generali che hanno spinto il legislatore a dettare quasi sempre disposizioni che vietassero il compimento di operazioni su azioni proprie, basti pensare al d.lgs. 29/11/2010 n. 224 con cui il Governo su indicazione del Parlamento ha abrogato la possibilità di costituire ed esercitare il diritto di opzione sulle proprie azioni alle società per azioni, introdotta dalla riforma del 2003.

Tale ultimo riferimento normativo sottolinea l'assolutezza del divieto di sottoscrizione di proprie azioni previsto dall'art. 2357-*quater* c.c.; per ciò che concerne invece l'acquisto, il legislatore ha permesso alle società di acquistare proprie azioni, ma entro certi limiti e con l'adozione di determinate cautele.

La disposizione generale che disciplina l'acquisto di azioni proprie è rinvenibile nell' art. 2357 c.c. la cui lettera stabilisce limiti quantitativi, qualitativi, temporali e procedurali al compimento di tale operazione.

Dal punto di vista "qualitativo" le azioni proprie che possono essere acquistate devono essere interamente liberate²³⁴; l'intento è quello di perseguire due finalità: il primo obiettivo consiste nell' evitare che la società acquistando azioni da liberare (anche in parte) diventi creditrice di sé stessa, e quindi, dal punto di vista sostanziale diventi "sottoscrittrice" delle proprie azioni²³⁵, aggirando il divieto imposto dall'art. 2357-*quater* c.c.; in secondo luogo la disposizione mira ad evitare che la società favorisca alcuni azionisti liberandoli dall'obbligo di versare il loro conferimento²³⁶.

²³⁴ *Ex art. 2357 co.1 c.c.: "possono essere acquistate soltanto azioni interamente liberate".*

²³⁵ È ovvio che spetterebbe poi alla società liberare le azioni acquistate versando un conferimento che consiste in un atto di mera compensazione, caratterizzato però da una diminuzione del valore patrimoniale della società equivalente al costo d'acquisto della partecipazione.

²³⁶ Sul tema si veda BUTTARO-PATRONI GRIFFI/SABATELLI, la seconda direttiva Cee in materia societaria, Milano, 1984, p. 288 ss.; F. CARBONETTI, L'acquisto di azioni proprie in *Rivista delle Società*, Milano, 1988, p. 74, ss.

È sempre nell'ottica "qualitativa" che bisogna poi inquadrare l'altra importantissima disposizione dell'articolo che stabilisce quali risorse nello specifico possono essere impiegate per effettuare l'operazione *de qua*, ossia «*gli utili distribuibili e le riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*». La corretta esegesi della lettera normativa permette tuttavia di desumere anche il limite quantitativo di azioni acquistabili, corrispondente proprio al valore massimo di tali risorse, che includono anche le riserve facoltative, quelle statutarie - se vi è approvazione dell'assemblea straordinaria dei soci - ed *ex art.* 2431 c.c. il fondo sovrapprezzo azioni nei limiti in cui sia disponibile²³⁷.

Considerando ancora i limiti quantitativi imposti, un esplicito riferimento è rintracciabile nella lettera del terzo comma dell'articolo dedicato espressamente alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio per le quali è previsto che: «*il valore nominale delle azioni acquistate [...] non può eccedere la quinta parte del capitale sociale*²³⁸, *tenendosi conto a tal fine anche delle azioni possedute da società controllate*²³⁹»; allo scopo di garantire la parità di trattamento degli azionisti, le azioni proprie delle società quotate in borsa devono essere effettuate secondo modalità determinate dalla Consob²⁴⁰, la maggior parte delle volte attraverso il lancio di un'OPA.

²³⁷ Tale riserva è prodotta dalle somme percepite dalla società per un prezzo superiore al loro valore nominale. Esse non possono però essere distribuite fin quando non è stata raggiunta a norma dell'art. 2430 c.c. una riserva legale corrispondente almeno al valore di un quinto del capitale sociale.

²³⁸ Tale limite è stato introdotto dal d.p.r. 30/1986, modificato dal d.lgs. 142/2008 e dal d.l. n. 5 del 10/2/2009 convertito con legge 33/2009 con la chiara finalità di porre un freno al potere della società di incidere sul mercato dei propri titoli, prima della riforma invece il limite del 10% del capitale doveva essere rispettato da tutte le società per azioni; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Il Diritto delle società*, UTET giuridica, Op. cit., p. 248.

²³⁹ A tal riguardo bisogna tenere conto anche degli acquisti effettuati dalla controllata prima che si istituisce la relazione di controllo: Cass., 13 marzo 2003 n.3722, in *Società*, 2003, 824, con note di Salafia.

²⁴⁰ *Ex art.* 132 TUF :« 1. Gli acquisti di azioni proprie, operati ai sensi degli articoli 2357 e 2357-bis, primo comma, numero 1), del codice civile, da società con azioni quotate, devono essere effettuati in modo da assicurare la parità di trattamento tra gli azionisti, secondo modalità stabilite dalla Consob con proprio regolamento.

Dal punto di vista procedurale è necessario evidenziare innanzitutto che l'acquisto deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria dei soci che deve fissarne le modalità indicando: il numero massimo di azioni acquistate, la durata per cui l'autorizzazione è rilasciata²⁴¹, il corrispettivo minimo e quello massimo da pagare; dopodiché spetta agli amministratori dare esecuzione all'atto, valutandone l'opportunità, in quanto rientrante tra le loro competenze gestionali²⁴².

Nel caso in cui vi sia un acquisto effettuato in violazione dell'autorizzazione, l'assemblea può intervenire *ex post* con un'autorizzazione-ratifica dell'atto dell'organo gestionale²⁴³.

Se invece le azioni fossero acquistate violando tali limiti il codice prospetta diverse sanzioni: innanzitutto è disposta la loro alienazione secondo le modalità fissate dall'assemblea, entro un anno dal loro acquisto; in via sussidiaria, l'impossibilità di procedere a tale alienazione, impone l'annullamento delle stesse e la corrispondente riduzione del capitale.

L'eventuale inerzia dell'assemblea nell'adozione di tali soluzioni comporta l'intervento sostitutivo dell'autorità giudiziaria che viene attivata obbligatoriamente dagli amministratori e/o dai sindaci della società.

La disciplina generale appena esaminata subisce delle deroghe previste dal successivo art. 2357-*bis* c.c. con il quale il legislatore ha voluto operare

2. Il comma 1 si applica anche agli acquisti di azioni quotate effettuati ai sensi dell'articolo 2359-bis del codice civile da parte di una società controllata.

3. I commi 1 e 2 non si applicano agli acquisti di azioni proprie o della società controllante possedute da dipendenti della società emittente, di società controllate o della società controllante e assegnate o sottoscritte a norma degli articoli 2349 e 2441, ottavo comma, del codice civile.

²⁴¹ Tale durata non può superare il limite massimo di diciotto mesi previsto dall'art. 2357 c.c.

²⁴² Gli amministratori possono anche desistere dall'esecuzione dell'acquisto autorizzato dall'assemblea, anche se in dottrina si registra una isolata tesi contraria che ritiene possibile l'imposizione dell'acquisto da parte dell'assemblea. È il caso di MENGHI, *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie* in *Quaderni di Giur. Comm.*, Milano Giuffrè, 1992.

²⁴³ Sia la dottrina che la giurisprudenza sostengono tale possibilità, sul punto si veda infatti: G. PATESOTTI, *Le operazioni sulle azioni* in G. E. Colombo - G.B. Portale., (diretto da) *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, per la giurisprudenza invece Trib. Milano, 23 aprile 1990, in *Giur.it*, 1990, I, 2, 669.

un distinguo tra i casi in cui l'atto d'acquisto sia il frutto della volontà della società, espressa attraverso il voto dell'assemblea, ed i casi tassativamente previsti dall'art. 2357-*bis* in cui l'acquisto di azioni proprie non è un atto volontario, ma il mero effetto di un'altra operazione.

Testualmente la disposizione stabilisce che: *«le limitazioni contenute nell'articolo 2357 non si applicano quando l'acquisto di azioni proprie avvenga:*

- 1) In esecuzione di una deliberazione dell'assemblea di riduzione del capitale, da attuarsi mediante riscatto e annullamento di azioni;*
- 2) A titolo gratuito, sempre che si tratti di azioni interamente liberate;*
- 3) Per effetto di successione universale o di fusione o scissione;*
- 4) In occasione di esecuzione forzata per il soddisfacimento di un credito della società, sempre che si tratti di azioni interamente liberate.»*

Ovviamente il caso che riguarda l'operazione di MLBO è quello contemplato dal n.3 dell'articolo appena illustrato; per poter avere però una visione completa della disciplina sull'acquisto di azioni proprie nel caso di fusione inversa è bene aggiungere che: così come per l'acquisto di azioni proprie a titolo particolare, l'art 2357-*bis* impone il rispetto del vincolo quantitativo della quinta parte del capitale, disponendo però che il termine a disposizione dell'assemblea e degli amministratori per lo "smaltimento" delle azioni in eccesso è di tre anni anziché uno; ed inoltre vanno applicate le cautele disposte dall'art. 2357-*ter* c.c. ultimo comma.

Secondo tale ultima disposizione: *«una riserva indisponibile pari all'importo delle azioni proprie iscritto all'attivo del bilancio deve essere costituita e mantenuta finché le azioni non siano trasferite o annullate».*

De facto è proprio l'atto di costituzione di una riserva obbligatoria "azioni proprie" a costituire il *punctus dolens* delle operazioni di fusione per incorporazione a carattere inverso.

Sul tema va segnalata la diversa posizione assunta dalla dottrina e dalla giurisprudenza, che ha fatto scaturire non pochi problemi di ordine pratico, che hanno determinato in alcuni casi la messa in discussione della validità dell'intera operazione di fusione.

Le criticità sono riconducibili ad una serie di decisioni del Tribunale di Milano che ha avuto modo di esprimersi sull' "imprescindibilità" della formazione della riserva obbligatoria azioni proprie in un atto di deliberazione di fusione per incorporazione.

Secondo i giudici meneghini: *"qualora per effetto di fusione, sia essa diretta oppure inversa, la società si trovi a detenere azioni proprie, l'obbligo di accantonare la riserva prevista dall'art. 2357-ter c.c. costituisce condizione di legittimazione della fusione, nel senso che la riserva deve esistere al momento dell'approvazione della delibera"*²⁴⁴. Tale argomentazione ha origine dall'analogia, indicata nelle motivazioni del provvedimento²⁴⁵, tra l'obbligo *de quo* e la disposizione di cui all'art. 2357 c.c. che prevede l'impiego di utili e/o riserve disponibili per l'acquisto di azioni proprie. Nell'operare tale parallelo però i giudici non tengono conto che nel caso di fusione, l'effetto di acquisto di azioni proprie avviene in un momento cronologicamente successivo all'atto di fusione, e quindi, in modo irragionevole elevano a condizione di legittimità dell'atto di fusione la costituzione in bilancio di una riserva concernente dei capitali che non

²⁴⁴ Sentenza caso "TRENNO", Trib. Milano, 13 maggio 1999 in Giur. it., 1999, I, p. 2105 ss..

²⁴⁵ I giudici ribadiscono infatti che: «la riserva deve esistere al momento dell'approvazione della delibera di fusione, così come devono esistere, in una semplice operazione di acquisizione di azioni proprie gli utili da impiegare come corrispettivo per i soci che vendono le azioni della società»

sono ancora nella disponibilità della società, su cui non vi è addirittura la certezza che lo saranno dopo la fusione.

Seppur in modo più “blando” il tribunale milanese conferma la sua posizione in una decisione successiva stabilendo che *“anche in presenza di fusione, ove emerga un acquisto di azioni proprie, è imprescindibile la costituzione di una riserva pari all’importo di dette azioni, ai sensi del terzo comma dell’art. 2357-ter c.c., o comunque che il patrimonio netto della società incorporante contenga valori corrispondenti a tale riserva”*²⁴⁶, tale pronuncia costituisce un’apertura dei togati alle tesi dottrinarie in materia che si oppongono alla “tendenza giurisprudenziale” per la quale la costituzione della riserva obbligatoria azioni proprie *ex art. 2357-ter c.c.* è condizione di legittimità della fusione.

Secondo l’unanime pensiero dei giuristi in primo luogo rileva il fatto che il momento in cui le azioni proprie sono acquistate è quello in cui ha effetto la fusione, e non quello -cronologicamente anteriore- della sua deliberazione; in tale momento infatti la società incorporante non è ancora in possesso dei titoli.

A tal proposito anche la dottrina fa un parallelo tra la società che delibera l’incorporazione di altra società e la società che delibera l’acquisto di azioni proprie con voto dell’assemblea; è da notare che in entrambe le situazioni le azioni proprie non sono ancora state acquistate: nel primo caso infatti deve attendersi la data di efficacia della fusione, nel secondo l’atto di acquisto da parte degli amministratori (che rientra nella sfera degli atti discrezionali dei gestori); per tale motivo, è possibile che in tale periodo di “pendenza” venga autorizzata la facoltativa costituzione di una riserva che abbia carattere disponibile. È stato fatto notare che tale atto rientra

²⁴⁶ Decreto caso SIB-PEPPERLAND, Trib. Milano, decr. 4 maggio 1999.

nella libera volontà dell'assemblea, e non può quindi assurgere a condizione di legittimità dell'atto di fusione.

Ritornando al “periodo di pendenza” intercorrente tra la delibera della fusione e la successiva efficacia della stessa, per il decorrere del termine di sessanta giorni previsto dall'art. 2503 c.c. per permettere eventuali opposizioni, durante tale lasso temporale possono verificarsi dei mutamenti delle situazioni patrimoniali delle società coinvolte dalla fusione. Nonostante nella prassi, non accada che le azioni detenute dall'incorporata vengano alienate, non vi è tuttavia nessuna norma che vieti tale possibilità, e quindi l'eventuale compimento di atti di disposizione della società sulle azioni di controllo dell'incorporante non può escludersi *a priori*. È questo l'ulteriore motivo che spinge la dottrina ad insistere sulla circostanza che la riserva obbligatoria menzionata dall'ultimo comma dell'art 2357-ter c.c. debba essere iscritta nel primo bilancio successivo alla fusione.

Va inoltre evidenziato che l'indisponibilità di utili o riserve disponibili necessari a coprire il valore delle azioni dell'incorporante detenute dall'incorporata, non può considerarsi una circostanza impeditiva della fusione; sarà infatti sufficiente la generazione di un avanzo di fusione pari al valore di tale importo, oppure potrebbe prospettarsi un concambio che tenga conto della presenza di azioni proprie nella nuova redistribuzione delle partecipazioni azionarie tra i soci della nuova società derivante dall'incorporazione.

Altro pericoloso effetto della fusione inversa tra società partecipanti è caratterizzato dal possibile fenomeno dell'annacquamento del capitale della società derivante dalla fusione.

Le azioni proprie della società incorporata detenute dall'incorporante al momento della realizzazione della fusione generano infatti una duplicazione contabile del patrimonio della nuova società, tale situazione

presenta chiaramente delle criticità legate alla differenza sussistente tra valore contabile e valore reale-effettivo del patrimonio della società.

Per scongiurare tale fenomeno, si assiste al compimento di operazioni ulteriori al normale procedimento realizzativo della fusione che tentano in vario modo di superare tale criticità; è quindi indispensabile analizzare tali diverse tecniche prospettate dalla dottrina ed attuate nella prassi, attraverso cui è possibile dare esecuzione alla fusione inversa.

Il normale procedimento attuativo della fusione prevedrebbe il totale inglobamento del patrimonio della società incorporanda-controllante, che, come si è anticipato darebbe luogo ad un'integrale acquisizione delle azioni proprie detenute dalla partecipante: in tal modo ci si ritrova di fronte ad un aumento contabile del patrimonio sociale (non corrispondente ad un aumento reale) e contestualmente all'elevatissima probabilità della presenza nello stato patrimoniale della incorporante di una quantità di azioni proprie superiore al limite del 10% imposto dall'art. 2357-*bis* c.c. che fa insorgere la necessità, *ex art. 2357-ter* ult. co., di formare una riserva relativa al valore delle partecipazioni eccedenti.

Tale criticità dello *status societatis* può essere risolta in vario modo, con rimedi praticati sia *ante* che *post* fusione: o si procede all'annullamento delle azioni proprie in "esubero", o le stesse vengono alienate, oppure si provvede alla loro distribuzione *pro quota* ai soci. Tali scelte avranno ovviamente delle ripercussioni diverse sul valore del capitale nominale della società.

Le strade praticate devono ovviamente tenere conto delle caratteristiche dell'assetto sociale e quindi variano a seconda del "*quantum*" del rapporto di controllo sussistente tra le società.

In via di principio la tecnica maggiormente utilizzata consiste nell'assegnazione delle azioni dell'incorporante ai soci della controllante-

incorporata, tale procedimento viene preliminarmente anticipato da un aumento di capitale sociale della società controllata stabilito in funzione del valore patrimoniale delle due società e all'assetto partecipativo dei soci ai relativi capitali sociali. Le azioni emesse per incrementare il capitale vengono assegnate *pro quota* ai soci dell'incorporata-controllante, tale aumento del valore patrimoniale verrà poi bilanciato dall'annullamento delle azioni proprie in "esubero" con la conseguente riduzione di capitale della nuova società. Ovviamente l'effetto pratico di tale procedura consiste in una distribuzione del valore delle azioni proprie ai soci della controllante. È bene puntualizzare che nel caso di controllo totalitario della controllante al 100% del capitale della controllata, l'aumento di capitale non avrà luogo, configurandosi la fusione inversa come mero passaggio dalla situazione di controllo interposto a controllo diretto della società derivante dalla fusione²⁴⁷.

Una seconda modalità implica un superamento di tali problematiche attraverso l'assegnazione delle azioni proprie detenute dalla società controllante già all'atto di fusione, in tal modo l'aumento contabile del capitale derivante dalla fusione dei due patrimoni sociali ammonterebbe solo alla parte residua a tale operazione di distribuzione.

Vi è infine una tecnica che è il frutto di un "compromesso" tra le due precedenti, che contempla la possibilità, in sede di fusione, di annullare le azioni proprie e di deliberare contestualmente un aumento di capitale, per evitare problemi derivanti dal calcolo di concambio, che deve soddisfare parametri di equità. Questa tecnica evita, da un lato, di iscrivere a bilancio azioni proprie, ingenerando un possibile violazione dell'art. 2357-*bis* c.c.

²⁴⁷ Per una approfondita disamina del fenomeno nei suoi aspetti contabili si veda: F. DEZZANI, *La fusione inversa* in *Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale* - luglio – agosto 2010.

e dall'altro non prevede una diretta distribuzione delle azioni proprie ai soci.

La disciplina appena esaminata e le tecniche realizzative della fusione inversa vengono integralmente applicate anche quando la fusione inversa costituisca l'atto conclusivo di un'operazione di MLBO, tuttavia va precisato che pur trattandosi di una specie di fusione per incorporazione, per espressa previsione dell'art. 2501-*bis* c.c. è inderogabilmente esclusa l'applicazione dell'art. 2505 c.c. che prevede la possibilità di deliberare una fusione con procedimento semplificato²⁴⁸.

3.3 Family, management e workers buy out: varianti applicative del MLBO.

Alla luce della realtà imprenditoriale italiana²⁴⁹ è indispensabile prendere in considerazione una specifica tecnica realizzativa di *leveraged buy out*: il *family buyout* (FBO).

L'impiego di tale operazione caratterizza contesti aziendali che pur essendo a carattere familiare manifestano una compagine sociale "frastagliata" ossia costituita da vari rami *familiae*. Questa situazione può consistere nel tipico effetto generato da una successione *mortis causa* di molti eredi in un'azienda di proprietà di un unico *de cuius*.

²⁴⁸ Per una disamina della *ratio* di tale esclusione si veda *supra* cap. II.

²⁴⁹ Recenti indagini statistiche condotte da media nazionali evidenziano un'importante dato riguardante la costituzione sociataria di importanti aziende italiane, "repubblica" evidenzia ad esempio che: «il 58% delle aziende di casa nostra è ancora a carattere familiare. Il 26% della capitalizzazione di Piazza Affari fa capo ad azionisti che appartengono più o meno tutti allo stesso albero genealogico. E anche molti dei big non quotati da Barilla ai Ferrero fino a Riva (acciaio) sono ancora saldamente in mano ai fondatori o ai loro eredi».

È bene precisare che l'introduzione nel nostro ordinamento dei "patti di famiglia" ha dato la possibilità all'imprenditore di salvaguardare le sorti dell'azienda *post mortem* evitando simili frazionamenti della compagine sociale i quali potrebbero minare la solidità gestionale della società compromettendone la stessa esistenza²⁵⁰; il FBO è quindi la tecnica ricorrentemente impiegata da uno o alcuni degli eredi con l'intento di rilevare le partecipazioni degli altri familiari per avere un controllo totalitario dell'impresa di famiglia e poter in tal modo imporre la propria linea gestionale.

Così come una normale operazione di LBO il socio-familiare dà vita ad una *new-company* il cui capitale è costituito dal finanziamento di una banca o un *private equity*; una volta ottenuta la liquidità necessaria, attraverso la *newco* il socio-familiare rileva le quote dei familiari, le quali saranno subito girate in pegno alla banca finanziatrice a garanzia del credito erogato, in ultima istanza verrà dato luogo alla fusione tra *newco* ed impresa di famiglia (in tal caso *target*).

Nella sostanza ovviamente il FBO sarà caratterizzato dagli identici passaggi finanziario-economici e giuridici che caratterizzano le operazioni di MLBO²⁵¹, differenti risultano invece essere sia i motivi che giustificano il compimento di tale operazione, sia gli effetti che possono colpire l'azienda condotta fino a tal momento a carattere familiare.

Le eventuali *rationes* che spingono uno o più soci al compimento di tale operazione consistono nella prassi sia nella necessità di limitare il

²⁵⁰ Come si afferma nella relazione alla Camera del 23 Settembre 2003 alla proposta di legge n. 3870 dell'8 aprile 2003 - da cui ha preso le mosse la legge 14 febbraio 2006 n. 55 - con il Patto di famiglia il legislatore ha inteso «*conciliare il diritto dei legittimari con l'esigenza dell'imprenditore che intende garantire alla propria azienda (o alla propria partecipazione societaria) una successione non aleatoria a favore di uno o più dei propri discendenti, prevedendo da una parte la liceità di accordi in tal senso, dall'altra la predisposizione di strumenti di tutela dei legittimari che siano esclusi dalla proprietà dell'azienda stessa*».

²⁵¹ Per l'analisi di tali passaggi si rinvia *supra* cap.II.

frazionamento della compagine sociale nel caso in cui vi siano stati molti eredi ad ottenere la titolarità di quote aziendali, con lo scopo di garantire una gestione imprenditoriale unitaria e coerente; sia nella possibilità di superare eventuali dissidi caratterizzati dal frequente fenomeno ricorrente in tali casi della distribuzione delle varie cariche societarie tra gli eredi, che potrebbero compromettere il buon funzionamento della società.

Tra i diversi effetti generati da un FBO sull'assetto societario, il più rilevante può consistere nell'eventuale quotazione in borsa di partecipazioni che prima appartenevano ad altri eredi, e quindi nell'ingresso della società in un mercato regolamentato; oppure dalla perdita del carattere familiare dell'impresa a causa della partecipazione alla compagine sociale dei finanziatori o di un *private equity* che ha permesso al socio-familiare di compiere la scalata²⁵².

Altra tecnica operativa di un LBO è il *management buyout*, in tal caso i *raiders* non sono imprenditori o investitori esterni alla società, ma gli stessi soggetti che la gestiscono²⁵³.

Prima di analizzare la procedura di acquisizione con indebitamento, che vede delle diversificazioni solo sotto il profilo finanziario, è bene sottolineare la posizione di vantaggio del *manager team* che tenta la scalata, con particolare riferimento alle informazioni riguardanti lo “stato di salute” della società, di cui dispongono essendone gli amministratori; ovviamente tale vantaggio presenta risvolti negativi concernenti il più elevato grado di diligenza e responsabilità.

²⁵² Spesse volte infatti può capitare che la banca o il fondo d'investimento anziché erogare un finanziamento a titolo di prestito, emetta lo stesso a titolo di conferimento acquisendo partecipazioni sociali, diventando socio dell'autore della scalata.

²⁵³ Si parla di *management buy-in* invece quando i manager non sono quelli dell'impresa *target*, ma ricoprono cariche gestionali di altre realtà aziendali e di *management buy-in&out* quando vi è la presenza contemporanea di manager provenienti dall'interno e dall'esterno dell'impresa target.

Se da un lato infatti essi dispongono di una messe informativa che permette il tentativo di scalata dell'impresa nel momento più opportuno, ed hanno inoltre la possibilità di impiegare informazioni sensibili per persuadere i finanziatori della bontà dell'operazione sotto il profilo remunerativo; dall'altro è proprio tale posizione sensibile a giustificare la richiesta di una più dettagliata *due diligence*²⁵⁴ che li espone a rischi risarcitori molto più elevati.

Nel caso di specie si fa riferimento alla cd. "*preventive-due diligence*" richiesta per fornire al finanziatore-investitore un'istantanea della situazione patrimoniale-contabile della società *target* al fine di valutare l'opportunità dell'investimento.

La due diligence ha un ruolo fondamentale, poiché, solitamente è l'esito della stessa a condizionare, positivamente o negativamente, la concessione della maggior parte del capitale di debito necessario per procedere all'acquisizione.

Le considerazioni appena fatte ci permettono quindi di dedurre che l'operazione di *management buyout* ha maggiori possibilità di ottenere un esito positivo.

²⁵⁴«La *due diligence*, termine composto proveniente dall'esperienza anglo-americana che può essere tradotto con l'espressione "dovuta diligenza", è un processo finalizzato ad indagare ed accertare i contenuti di una attività di impresa al fine di permettere una valutazione, in particolar modo di natura economica, dell'attività stessa. la principale finalità della *due diligence* è quella di accertare attraverso una raccolta mirata ed analitica di informazioni se vi siano le effettive condizioni di fattibilità dell'operazione programmata ovvero se sussistano elementi e profili di criticità che possano comprometterne il buon esito. La principale finalità della *due diligence* è quella di accertare attraverso una raccolta mirata ed analitica di informazioni se vi siano le effettive condizioni di fattibilità dell'operazione programmata ovvero se sussistano elementi e profili di criticità che possano comprometterne il buon esito.

La circostanza in cui si esegue la *due diligence* è un fattore altamente rilevante: nell'ambito di una operazione di *merger & acquisition* infatti un elemento di differenziazione consiste nel momento in cui tale attività è svolta, e cioè se antecedente o successivo alla sottoscrizione di un contratto di acquisizione (sia esso preliminare o definitivo)» definizione tratta da <http://www.altalex.com> sez. Commerciale: "*La due diligence nell'ambito delle operazioni di acquisizione*" a cura di L. BRAGOGLI, articolo del 10 Ottobre 2007.

È ora il momento di passare in rassegna le varianti economico-finanziarie che costituiscono aspetti “peculiari” di un *management buyout*.

Un primo aspetto che può essere analizzato riguarda il tipo di finanziamento erogato dall’investitore, articolato in due fasi: inizialmente infatti, al momento della costituzione della società veicolo, il patrimonio della *newco* verrà costituito da conferimenti personali dei soci e da un prestito detto “*junior loan*” che consiste in un’ erogazione di credito non garantito e ad alto tasso d’interesse di remunerazione, ovviamente l’alto rischio legato all’assenza di garanzie reali è compensato sia dall’elevato costo del denaro prestato, sia dalla dettagliata *due diligence* caratterizzante il *business plan* presentato alla banca per l’ottenimento del prestito.

Successivamente, l’acquisizione delle partecipazioni di controllo di *target* e la succedanea incorporazione di *new-co* comporta un’ulteriore operazione finanziaria riguardante il debito contratto con l’ente finanziatore: il prestito a breve termine (*junior loan*) viene infatti estinto attraverso l’erogazione di un altro prestito detto “*senior loan*”; quest’ ultimo presenterà caratteristiche del tutto diverse dal primo in quanto avrà una durata maggiore, ed essendo garantito dal patrimonio di *target* avrà un costo di restituzione molto più basso²⁵⁵.

Dal punto di vista giuridico è bene mettere in luce come il *management buyout* comporti un passaggio dalla mera gestione della società *target* al controllo di diritto della stessa, o - nel caso di acquisto del 100% del capitale sociale - di passaggio dalla gestione alla proprietà.

²⁵⁵ Per *debito senior* si intende il complesso dei finanziamenti a medio - lungo termine non subordinati rispetto ad altri debiti, invece, il debito subordinato, detto anche “junior”, è costituito dal complesso dei finanziamenti il cui rimborso della quota capitale e della quota interessi è postergato rispetto al debito senior. Infatti, in caso di dissesto, i creditori junior sono “residual claimer” rispetto ai senior, verranno cioè rimborsati solo dopo che saranno stati soddisfatti completamente i creditori senior.

Tale mutamento porta con sé un altro importante effetto economico che ha un buon impatto sulla situazione finanziaria della nuova società e può quindi favorire la riuscita dell'operazione.

Si fa riferimento all'eliminazione dei cd. *agency costs* ossia le spese affrontate dalla proprietà di una società per affidare la gestione della stessa a soggetti competenti; il fenomeno però non si limita alla valutazione dei meri costi concernenti gli stipendi e le provvigioni impiegate per remunerare il *management team*, ma include il valore aleatorio e preliminarmente non quantificabile consistente nel bisogno personale di autorealizzazione che sottende la volontà dei manager-imprenditori che attuano la scalata di *target*.

Secondo orientamenti dottrinali²⁵⁶ infatti la separazione tra proprietà e gestione in realtà imprenditoriali ad azionariato diffuso possono creare delle inefficienze dal forte impatto economico, il MMLBO eliminando la dicotomia, a volte contrastante, proprietà-management, può senz'altro dare un impulso propulsivo all'attività aziendale.

L'ultima variante applicativa di un'operazione di *buyout* che è opportuno analizzare è il *workers buyout*; l'interesse per tale tecnica è suscitato sia per le particolari circostanze che lo generano, sia per le tecniche giuridiche poste in essere per completare la fase di *buyout*.

Nel *workers buyout* i promotori dell'operazione di acquisizione sono gli stessi lavoratori della società *target*, i quali ricorrono al leveraged ESOP (Employee Stock Ownership Plan)²⁵⁷. Le circostanze di fatto che spingono

²⁵⁶ Si fa qui riferimento alla Teoria dell'agenzia o la Teoria manageriale dell'impresa che sottolineano come la separazione tra proprietà e governo aziendale nelle società ad azionariato disperso conduce ad inefficienze ed a un cattivo impiego delle risorse, data la divaricazione degli obiettivi dei dirigenti rispetto a quelli dei proprietari.

²⁵⁷ L'ESOP consiste in un piano di azionariato che consente il trasferimento ai dipendenti, di azioni dell'impresa per la quale lavorano. Tale piano viene attuato attraverso la costituzione di un fondo fiduciario (trattasi normalmente di un trust) da parte dell'azienda, detta Sponsor Society, a favore dei propri lavoratori. Il fondo suddetto, è finanziato dall'impresa promotrice mediante il versamento di contributi

i lavoratori a mettere in piedi l'operazione finanziaria possono essere molte e molto diverse tra di loro²⁵⁸, è da registrare tuttavia il dato che evidenza come tale operazione venga impiegata nella maggior parte dei casi nelle circostanze di dissesto finanziario dell'azienda, che si trova sull'orlo del fallimento.

La particolarità dell'operazione consiste soprattutto nelle tecniche giuridiche impiegate dai lavoratori per rilevare l'attività. Partendo dalla formazione della *new-company*, è possibile vedere che a differenza delle altre operazioni di LBO, essa presenta due aspetti peculiari: innanzitutto viene fondata come società cooperativa s.p.a., ed in secondo luogo è caratterizzata da un patrimonio sociale formato dai conferimenti dei soci-lavoratori che consiste per lo più in capitali derivanti dall'anticipo dell'indennità di mobilità richiesto all'INPS dagli stessi²⁵⁹.

sotto forma di titoli azionari o di capitali, successivamente utilizzati per acquistare le azioni dell'impresa stessa. L'ESOP diventa "leveraged" quando per acquistare le azioni dell'impresa promotrice, il fondo ricorre a finanziamenti concessi da banche o dall'impresa stessa, la quale chiede a sua volta denaro in prestito alla banca o ad altri finanziatori.

²⁵⁸ Come si dirà successivamente, all'origine di una tale operazione vi è sempre una situazione di crisi, i fattori che generano lo status quo possono essere molto differenti tra loro, è possibile una bipartizione tra:

-Fattori Esogeni che comprendono: Cambiamenti radicali nella struttura della domanda di beni prodotti, variazioni nelle dinamiche dei prezzi, cambiamenti radicali nella tecnologia;

-Fattori Endogeni che invece possono consistere in: inadeguata capacità del management soprattutto nell'elaborare, pianificare e mettere in atto le strategie aziendali; errate strategie commerciali e di vendita; *overtrading* (crescita esponenziale del fatturato che genera squilibri finanziari); eccessiva struttura dei costi rispetto al volume di affari sviluppato; *Big Project* (operazioni straordinarie non attentamente valutate e acquisizioni fallite).

²⁵⁹ La Legge 223/1991 prevede la possibilità per i lavoratori dipendenti di un'impresa di richiedere all'INPS un anticipo sulla indennità di mobilità: «[...] I lavoratori in mobilità che ne facciano richiesta per intraprendere un'attività autonoma o per associarsi in cooperativa in conformità alle norme vigenti possono ottenere la corresponsione anticipata dell'indennità [...]».

È possibile poi per i lavoratori-*raiders* trovare soci-finanziatori esterni attraverso l'emissione di vari strumenti finanziari²⁶⁰ che la legge²⁶¹ permette di emettere alle sole società cooperative costituite sotto forma di s.p.a.

L'altro elemento di differenza tra una normale operazione di LBO ed un WBO emerge nella fase di *buyout*, i lavoratori infatti più che l'acquisizione di un'intera impresa, spesso e volentieri hanno di mira l'ottenimento del solo ramo d'azienda di loro competenza, nella maggioranza dei casi infatti l'oggetto d'acquisto della *new-co* non consiste nelle partecipazioni della società *target*, ma nel ramo d'azienda in cui i lavoratori sono impiegati.

La sommaria analisi delle tre fattispecie principali di LBO ricorrenti nella prassi, palesa diversi aspetti positivi dell'operazione.

Prima di tutto l'alto tasso di "flessibilità" dell'istituto descritto; tale caratteristica infatti permette l'uso della leva finanziaria per l'acquisto di un'impresa *target* a categorie eterogenee di soggetti (si va da manager

²⁶⁰ A tal riguardo possiamo menzionare le azioni «lucrative» (per le sole Coop SpA): azioni riscattabili che riconoscono al socio la possibilità di "uscire" dalla compagine sociale con riscatto a carico della società o dei soci (o con la liquidazione sulla base delle norme sul recesso); azioni prive di diritto di voto o con diritto di voto limitato a particolari materie o subordinato al verificarsi di determinate condizioni; azioni postergate nelle perdite; obbligazioni; strumenti finanziari "Ibridi": esiste la possibilità di adottare una serie di tipologie di titoli caratterizzati da varie combinazioni di diritti amministrativi e patrimoniali.

²⁶¹ Ex art. 2520 c.c.co.2: « la legge può prevedere la costituzione di cooperative destinate a procurare beni o servizi a soggetti appartenenti a particolari categorie anche di non soci». Ed ex art. 2526 c.c. «L'atto costitutivo può prevedere l'emissione di strumenti finanziari, secondo la disciplina prevista per le società per azioni.

L'atto costitutivo stabilisce i diritti patrimoniali o anche amministrativi attribuiti ai possessori degli strumenti finanziari e le eventuali condizioni cui è sottoposto il loro trasferimento. I privilegi previsti nella ripartizione degli utili e nel rimborso del capitale non si estendono alle riserve indivisibili a norma dell'articolo 2545-ter. Ai possessori di strumenti finanziari non può, in ogni caso, essere attribuito più di un terzo dei voti spettanti all'insieme dei soci presenti ovvero rappresentati in ciascuna assemblea generale».

È bene poi aggiungere che attualmente, in Italia, i principali investitori istituzionali attivi nel supporto dell'attività delle cooperative sono Cooperazione Finanza Impresa (C.F.I.) società cooperativa per azioni, partecipata come socio di maggioranza dal Ministero dello Sviluppo Economico, che opera, per la promozione delle cooperative di produzione, del lavoro e di quelle sociali, e Coopfond società, interamente posseduta da Legacoop, che gestisce il Fondo mutualistico per la promozione cooperativa.

d'azienda, ad imprenditori o addirittura lavoratori-dipendenti di un ramo d'azienda).

In seconda istanza la varietà di ragioni che sottendono la progettazione di un'operazione di LBO senza inficiarne la disciplina legale. Questi due aspetti permettono di vedere come tale operazione possa rientrare appieno nel concetto di libertà contrattuale che il nostro ordinamento sancisce nell'art. 1322 c.c. al fine di garantire e tutelare le libere iniziative imprenditoriali dei cittadini.

3.4 MLBO: profili di elusività

Se sotto il profilo civilistico le operazioni di *merger leveraged buyout* hanno necessitato di un chiaro intervento legislativo che ne garantisse la liceità attraverso l'emanazione di un'articolata disciplina procedimentale, non hanno sicuramente avuto fortune maggiori sotto il profilo fiscale.

Anche in campo tributario infatti il MLBO ha subito veementi “contestazioni” in particolar modo a causa dei forti profili di elusività connessi alla possibilità riconosciuta dalla legge di dedurre le perdite derivanti dagli interessi passivi in caso di operazioni di fusione.

Stando ai primi orientamenti registrati dall'Amministrazione finanziaria l'operazione di *merger leveraged buyout* è considerabile elusiva in relazione all'applicazione del comma 7 dell'art. 172 TUIR. Tale disposizione consente infatti di portare in diminuzione del reddito della società derivante da una fusione le perdite maturate dalle società partecipanti alla stessa purché: la perdita non ecceda il valore del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio approvato; in caso di fusione per

incorporazione, vi sia una preventiva svalutazione della partecipazione della controllante; ed infine venga superato il cd. “test di vitalità”²⁶².

La *ratio* di tali preclusioni ha la finalità di ostacolare un fenomeno ricorrente nella prassi finanziaria che è il “commercio delle bare fiscali” ossia l’acquisizione di società il cui unico (dis)valore economico consiste nelle perdite fiscali accumulate.

È da notare che nel caso di un *merger leveraged buyout* i presupposti richiesti dal cd. test di vitalità non possono essere soddisfatti in quanto la *new-co* è spesso una società veicolo creata un po’ prima della fusione, con la sola finalità di contrarre un debito per acquisire un’altra società (*target*). La *quaestio* ruota intorno alla potenzialità economica detenuta dalla *new-co*, è allora necessario verificare se la società veicolo può essere inserita nel novero delle cd. “bare fiscali”; l’amministrazione finanziaria ha infatti “tacciato” le operazioni di *merger leveraged buyout* di eludere il fisco sulla base dell’«*assenza di valide ragioni economiche e sulla possibilità di poter perseguire gli stessi obiettivi attraverso operazioni più “lineari”*»²⁶³.

I due rilievi messi in evidenza dall’A.F. in una risposta ad un interpello, peccano di “incoerenza estrinseca” in quanto negano alle operazioni di *merger leveraged buyout* l’esistenza di valide ragioni economiche, che costituisce invece un elemento ritenuto indispensabile dall’art. 2501-*bis* c.c. per la liceità dell’operazione: viene in tal modo negata sul piano tributario

²⁶² Ex art 172 co. 7 TUIR :« dal conto economico della società le cui perdite sono riportabili, relativo all'esercizio precedente a quello in cui la fusione è stata deliberata, risulti un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica, e un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, di cui all'articolo 2425 del codice civile, superiore al 40 per cento di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi anteriori».

²⁶³ Si fa riferimento alla risposta dell’Amministrazione finanziaria ad un caso di interpello proposto dopo la conclusione di un’operazione di MLBO, la *quaestio* è riportata ed analizzata dalla Circolare n.8 del 28 Maggio 2009 intitolata “*Profili giuridici di problematicità del merger leveraged buyout*” della Fondazione Centro Studi dell’Unione Nazionale dei Giovani Dottori Commercialisti di Roma (U.N.G.D.C.).

la rilevanza giuridica riconosciuta dal diritto civile da una disposizione che tra l'altro è considerata di interpretazione autentica in quanto frutto di un D.lgs.

Autorevole dottrina²⁶⁴ mette in luce inoltre una “discrasia” interna allo stesso diritto tributario: se infatti venisse accolta la posizione dell'Amministrazione finanziaria, perderebbe significato un'altra disposizione del TUIR, l'art. 84 comma 2 che prevede l'illimitato riporto delle perdite nel caso in cui esse siano maturate nei primi tre anni di attività produttiva di una società di nuova costituzione.

È possibile inoltre escludere la classificazione di “bara fiscale” di una *new-co*, in un'operazione di MLBO in base ad alcune osservazioni.

Innanzitutto le perdite fiscali costituiscono un elemento necessario ma non di per sé solo sufficiente a tale classificazione, la predisposizione di un “test di vitalità” della società testimonia infatti che è necessaria la presenza di altri elementi, in particolare nel caso di una società di nuova costituzione *«occorre pertanto verificare se, nel caso in cui manchino oggettivamente i parametri di cui al comma 5 art. 172 TUIR, sia possibile desumere la vitalità aziendale da altri fattori»*²⁶⁵.

In secondo luogo le perdite fiscali di *new-co* non derivano da un'attività economica dismessa, non più operativa, ma sono fisiologicamente riconducibili all'oggetto sociale della stessa società, che necessita di un apporto di capitale di debito per compiere l'acquisizione del controllo di *target*, può dirsi che le perdite ascrivibili a *new-co* sono la manifestazione di una piena operatività della stessa in quanto “start-up contenitore” di un'altra

²⁶⁴ U.N.G.D.C.-Fondazione studi *Profili giuridici di problematicità del merger leveraged buyout*, Roma, 2009.

²⁶⁵ Risoluzione Ministeriale n. 337/E del 29 Ottobre 2002.

società; va poi aggiunto che «quando la società è neo costituita non può essersi depotenziata rispetto ad un passato in cui ancora non esisteva»²⁶⁶.

È inoltre possibile escludere l'elusività dell'operazione "smontando" i due argomenti che l'A.F. pone alla base della sua interpretazione.

In primo luogo, negando la sussistenza di valide ragioni economiche, si palesa l'ignoranza della sostanza economica di un MLBO da parte dell'ente tributario.

I vari passaggi negoziali infatti sono il frutto di un disegno finalizzato alla realizzazione di un'operazione economica che mira all'acquisizione di una società operativa e conta di abbatterne gli "sprechi" per creare *cash flow* ed ottimizzare gli utili. All'interno di tale disegno la fusione ha un ruolo rilevante in quanto permette di comprimere i costi del finanziamento ottenuto ampliando il patrimonio garantito per la restituzione del debito. È bene poi sottolineare che nel caso in cui nell'investimento ci sia il coinvolgimento di *private equity*, la costituzione di una società veicolo che viene messa in piedi con i fondi dello stesso *equity* dati in prestito è resa obbligatoria dalle limitazioni imposte dalla Banca d'Italia all'indebitamento²⁶⁷.

Nessuno dei vari passaggi dell'operazione quindi è privo di valide ragioni economiche, ed inoltre è assente un altro elemento necessario a qualificare un comportamento come elusivo ossia l'ottenimento di un risparmio fiscale disapprovato dal sistema tributario.

L'altro elemento chiamato in causa dal Fisco è il compimento di un'operazione più "lineare" che suggerirebbe in tal caso la liquidazione della società controllante.

²⁶⁶ Ancora si.min. 29 Ottobre 2002 n. 337/E.

²⁶⁷ Cfr., al riguardo, il Regolamento della Banca d'Italia del 14 aprile 2005, il quale pone agli stessi un limite massimo di indebitamento pari al 10% del valore complessivo netto del fondo, disponibile su http://www.bancaditalia.it/vigilanza/intermediari/normativa/sgr_oicr

Tale impostazione oltre ad essere ingiustificata sul piano giuridico²⁶⁸ è in palese contraddizione con lo spirito stesso del *merger leveraged buyout* perché rappresenterebbe l'“operazione inversa” che vanificherebbe l'impianto negoziale messo in piedi.

Per le ragioni su esposte l'Agenzia delle entrate è intervenuta sul tema nel 2016 con la circolare n. 6/E del 30 marzo comunicando agli uffici che: *“limitatamente alla deduzione degli interessi e al riporto di perdite pregresse, nell'ambito delle operazioni di MLBO, si evidenzia quanto segue. Le operazioni di MLBO vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell'esposizione debitoria. Di fatto la struttura scelta, rispondendo a finalità extra-fiscali, riconosciute dal Codice Civile e, spesso, imposte dai finanziatori terzi, difficilmente potrebbe essere considerata finalizzata essenzialmente al conseguimento di indebiti vantaggi fiscali. Pertanto, le contestazioni formulate sulla base del principio del divieto di abuso del diritto o sulla base dell'art. 37 bis del DPR n. 600 del 1973, ovvero dell'articolo 1° bis della legge n. 212 del 2000, in relazione al vantaggio fiscale conseguito attraverso la deduzione degli oneri finanziari, per effetto del debt push down, dovranno essere riconsiderate dagli Uffici ed eventualmente abbandonate”*, in tal modo ha chiarito espressamente la non elusività dell'istituto salvo il caso in cui l'operazione venga “architettata” in modo artificioso da chi già detiene il controllo della società *target*²⁶⁹; a tale indicazione ha fatto poi seguito la

²⁶⁸ Non sussistono infatti i presupposti giuridici ritenuti necessari per autorizzare la liquidazione della società controllante ex art.2484 c.c.

²⁶⁹ Circ. Agenzia delle Entrate n. 6/E 30 marzo 2016: “salvo che, nei singoli casi, non si riscontrino altri specifici profili di artificiosità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto, come nel caso in cui all'effettuazione dell'operazione di LBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società *target*”.

giurisprudenza della Corte di Cassazione²⁷⁰ che ha escluso *de facto* l'abuso di diritto nelle operazioni di *merger leveraged buyout*, avallando la possibilità per le società coinvolte nelle operazioni *de quibus* di detrarre dalla base imponibile IRES gli interessi passivi derivanti dall'attività di leveraged.

È possibile in conclusione affermare che tale operazione, una volta aver trovato con la riforma del diritto societario del 2003 un pieno riconoscimento giuridico, necessita di essere allo stesso modo favorita anche dagli altri settori dell'ordinamento, visto che alla luce dell'analisi fin qui fatta risulta essere priva di finalità fraudolente sotto il punto di vista fiscale.

A sostegno di tale auspicio è possibile far notare che altri ordinamenti giuridici europei²⁷¹ più che ostacolare il cammino del *leveraged buyout* nelle sue diverse manifestazioni, ne hanno favorito lo sviluppo anche attraverso la disciplina tributaria, ottenendo sensibili miglioramenti della situazione industriale globale.

3.4.1 La deducibilità degli interessi passivi

I profili di natura fiscale caratterizzanti le operazioni di *leveraged buyout* sono stati ampiamente discussi dall'Agenzia delle Entrate, dalla giurisprudenza e dalla dottrina tributaria.

²⁷⁰ Le pronunce più recenti sul tema sono emanate dalla V Sez. della Corte di Cass., in particolare si veda sent. N. 7493 del 15 aprile 2016 [ha riconosciuto l'applicabilità della disciplina sul *transfer pricing* con riguardo ai finanziamenti erogati da una società residente nel territorio dello Stato (control-lante) nei confronti di una società estera (controllata)] e la sent. n. 16675 del 9 agosto 2016.

²⁷¹ Ad esempio, in Francia è stato disciplinato e favorito un meccanismo di acquisizione (*rachat d'une entreprise par ses salariés* – RES) implementato dai dipendenti della società stessa; ciò, attraverso la L. 84-578 del 9 luglio 1984, siccome novellata dalla l. 87-416 del 17 giugno 1987); a tale operazione, la disciplina aggancia significativi vantaggi fiscali. Per profili comparatistici sul tema delle riorganizzazioni societarie e dei regimi agevolativi ad esse associate, cfr. per tutti G. ZIZZO, *Le riorganizzazioni societarie nelle imposte sui redditi*, Milano, 1996, p. 9 e ss. ed in particolare 19 e ss..

Tra gli altri aspetti, una trattazione particolare spetta alla questione della deducibilità (ex art. 96 TUIR) degli interessi passivi dovuti dalla newco e relativi al finanziamento da questa ottenuto ai fini dell'acquisizione della società target poiché rappresentano una delle voci di costo per chi ha, appunto, sostenuto un'operazione di leveraged buyout.

A tale riguardo, l'Amministrazione finanziaria ha, da un lato, contestato la deducibilità degli interessi passivi per difetto di inerenza ex art. 109 comma 5 TUIR²⁷² ossia tra i suddetti interessi passivi e l'attività sociale della società obiettivo e, dall'altro, la natura elusiva dell'operazione di (merger) leveraged buy-out complessivamente considerata.

Senza alcun dubbio, il merito di aver definito la questione in materia, si deve alla circolare n. 6/E del 30 marzo 2016 emanata dall'Amministrazione finanziaria, avendo sancito la piena deducibilità degli interessi passivi relativi ai finanziamenti contratti con soggetti terzi, superando in tal modo tutte le obiezioni e perplessità in merito.

In particolare l'Agenzia delle Entrate ha ritenuto sussistente il requisito di inerenza in virtù del fatto che i prestiti contratti dalla newco per l'acquisto di partecipazioni sono funzionali all'acquisizione della target, non soltanto nell'ipotesi di fusione (tipica delle operazioni di MLBO), bensì anche nell'ipotesi in cui la compensazione intersoggettiva degli interessi avvenga mediante l'opzione per il consolidato fiscale²⁷³.

²⁷² La sentenza della Cassazione n.7292 del 2006 afferma, che, rispetto al disposto di cui agli art. 109 c.5 TUIR e 96 TUIR, l'inerenza degli interessi passivi debba essere individuata nel *"collegamento" tra reddito imprenditoriale e componente negativo detraibile che non può rivolgersi ad un reddito "ontologicamente" diverso perché estraneo alla stessa attività di impresa*". Di parere diverso è la sentenza della Cassazione n. 4115 del 2014, la quale sosteneva che gli interessi passivi sono deducibili *"se sostenuti nell'esercizio d'impresa e se si riferiscono ad attività o operazioni da cui derivano ricavi che concorrono a formare il reddito d'impresa, non essendo sufficiente che tali interessi si riferiscano ad acquisizione di capitali da parte dell'impresa... occorrendo dimostrare le ragioni giustificative delle relative operazioni di finanziamento e il concreto impiego delle somme conseguite in attività produttive di quel reddito"*.

²⁷³ G. ANDREANI e A. TUBELLI, *Sono elusive le operazioni di <merger leveraged buyout>?*, in *Corriere Tributario*, 2001, fasc. n. 7, pp. 530-531.

3.4.2 Elusività e nuovo abuso del diritto

Come già detto, l'Amministrazione finanziaria ha contestato la natura elusiva dell'operazione di *merger leveraged buyout*. Inoltre l'Agenzia considerava tale operazione priva di sostanza economica e posta in essere soltanto allo scopo di abbattere la base imponibile della target mediante la deduzione degli interessi passivi.

Stante la mancanza di una specifica definizione del termine “*elusione fiscale*” nell'ordinamento tributario italiano, la dottrina si è occupata della fattispecie in esame generando un'elaborazione secondo la quale l'elusione è un'attività lecita volta ad impedire il perfezionamento di una fattispecie impositiva.

In passato, nella lotta all'elusione fiscale, l'art. 10 della legge 29 dicembre 1990, n. 408 stabiliva che un'operazione debba essere considerata elusiva qualora sussistano determinate condizioni, ossia la mancanza di valide ragioni economiche, la finalità volta esclusivamente all'ottenimento di un vantaggio fiscale ed il perseguimento in modo fraudolento di tale scopo. Qualora si fossero verificate le suddette condizioni, l'Amministrazione finanziaria aveva il potere di disconoscere i vantaggi tributari così conseguiti dal contribuente rimanendo tuttavia valida l'operazione stessa²⁷⁴.

A ben vedere, come sostenuto in dottrina, non esisteva una clausola antielusiva generale in quanto l'ambito di applicazione della norma in esame era limitato a determinate operazioni indicate al comma 1 del medesimo articolo ossia le operazioni di ristrutturazione societaria²⁷⁵.

²⁷⁴ M. CLEMENTI, G. LUSCHI, M. CECI, *Le operazioni di leveraged buy out, Aspetti legali, tributari e finanziari*, in *Finanza Aziendale*, Ipsoa, 2009, pp. 248-253.

²⁷⁵ Ai sensi dell'art. 10, comma 1 della l. 29 dicembre 1990, n. 408 “*E' consentito all'amministrazione finanziaria disconoscere i vantaggi tributari conseguiti in operazioni di concentrazione, trasformazione, scorporo, cessione d'azienda, riduzione di capitale, liquidazione, valutazione di partecipazioni,*

Successivamente l'art. 7 del D.lgs. 8 ottobre 1997, n. 358, ha introdotto nel DPR 600/1973, l'art. 37 bis, rubricato "Disposizioni antielusive", il quale sotto alcuni profili, presenta la stessa natura del previgente art. 10 della l. 408/1990, in quanto il legislatore ha cercato di individuare un principio generale contro l'elusione fiscale, ma tale norma si rivolgeva soltanto ad una determinata tipologia di operazioni elencate nel comma 3 del medesimo articolo ossia le operazioni straordinarie²⁷⁶.

Un radicale mutamento si deve all'introduzione di una clausola generale antiabuso a livello europeo (Raccomandazione della Comunicazione CE n.2012/772/UE del 6.12.2012). a seguito del recepimento della normativa a livello europeo, discende una nuova clausola antiabuso del nostro ordinamento, cui all'art. 10 bis della legge 212/2000²⁷⁷ (il cd "Statuto del Contribuente"), la quale considera contestualmente sia l'assenza di sostanza economica, sia l'aggiramento delle norme fiscali.

Si tratta di una norma di carattere generale che a differenza della la "vecchia" norma sull'elusione fiscale (articolo 37 bis del DPR 600/1973), non concerne soltanto un gruppo chiuso di operazioni, bensì è una norma di

cessione di crediti e cessione o valutazione di valori mobiliari poste in essere senza valide ragioni economiche allo scopo esclusivo di ottenere fraudolentemente un risparmio d'imposta".

²⁷⁶ Trattasi in generale delle stesse operazioni straordinarie individuate dal previgente art. 10.

²⁷⁷ Art. 10 bis della l. 212/2000 l. "Configurano abuso del diritto una o più operazioni prive di sostanza economica che, pur nel rispetto formale delle norme fiscali, realizzano essenzialmente vantaggi fiscali indebiti. Tali operazioni non sono opponibili all'Amministrazione Finanziaria, che ne disconosce i vantaggi determinando i tributi sulla base delle norme e dei principi elusi e tenuto conto di quanto versato dal contribuente per effetto di dette operazioni.

2. Ai fini del comma 1 si considerano: a) operazioni prive di sostanza economica i fatti, gli atti e i contratti, anche tra loro collegati, inidonei a produrre effetti significativi diversi dai vantaggi fiscali. Sono indici di mancanza di sostanza economica, in particolare, la non coerenza della qualificazione delle singole operazioni con il fondamento giuridico del loro insieme e la non conformità dell'utilizzo degli strumenti giuridici a normali logiche di mercato; b) vantaggi fiscali indebiti i benefici, anche non immediati, realizzati in contrasto con le finalità delle norme fiscali o con i principi dell'ordinamento tributario.

3. Non si considerano abusive, in ogni caso, le operazioni giustificate da valide ragioni extrafiscali, non marginali, anche di ordine organizzativo o gestionale, che rispondono a finalità di miglioramento strutturale o funzionale dell'impresa ovvero dell'attività professionale del contribuente.

4. Resta ferma la libertà di scelta del contribuente tra regimi opzionali diversi offerti dalla legge e tra operazioni comportanti un diverso carico fiscale."

carattere generale, volta a controllare il fenomeno dell'abuso del diritto/elusione fiscale, in altre parole, appare auspicabile considerare la norma suddetta, una norma di chiusura o residuale rispetto all'ordinamento, andando a "coprire" gli spazi o le cosiddette zone grigie che non vengono espressamente trattate dalle norme del sistema.

Orbene, quanto alla presunta elusività del merger leveraged buy-out, la circolare prevede che le contestazioni elaborate sulla base della presunta elusività del MLBO «dovranno essere riconsiderate dagli Uffici ed eventualmente abbandonate, salvo che, nei singoli casi, non si riscontrino altri specifici profili di artificiosità dell'operazione, così come posta in essere nel caso concreto, come nel caso in cui all'effettuazione dell'operazione di LBO abbiano concorso i medesimi soggetti che, direttamente o indirettamente, controllano la società target».

La già citata circolare dell'Agenzia delle Entrate 6/E del 2016 in tema di operazioni di LBO, analizza le funzioni dell'operazione di fusione facendo una considerazione: *"Le operazioni di MLBO vedono nella fusione (anche inversa) il logico epilogo dell'acquisizione mediante indebitamento, necessario anche a garantire il rientro, per i creditori, dell'esposizione debitoria..."*.

Dunque, la suddetta circolare induce a confermare il fatto che il MLBO, complessivamente considerato, "non possa essere tacciato di elusività, quando la traslazione del debito in capo alla società risultante dalla fusione non rappresenta lo scopo esclusivo dell'operazione, ma è soltanto un elemento funzionale a soddisfare le esigenze di riorganizzazione societaria"²⁷⁸.

²⁷⁸ P. MONTALENTI, *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista di Diritto Civile*, 4, Cedam, 2018, pp. 880 ss..

3.4.3 Il diritto di interpello

Tra le altre, anche per la nuova clausola antiabuso, così come la precedente contro l'elusione fiscale (art. 37 bis del DPR 600/1973), è prevista la possibilità di utilizzare l'istituto dell'interpello per verificare preventivamente l'eventuale abusività della fattispecie che il contribuente vorrebbe porre in essere. In altre parole, l'introduzione di tale istituto nell'ordinamento tributario è finalizzata a consentire al contribuente di conoscere previamente quali siano le disposizioni tributarie applicabili ad una determinata operazione che quest'ultimo vorrebbe in concreto porre in essere.

La disciplina degli interpelli di cui all'articolo 11 della legge 212 del 2000²⁷⁹, è stata oggetto di riforma con il decreto legislativo n. 156 del 24 settembre 2015. La nuova disciplina entrata in vigore il 1° gennaio del 2016 prevede cinque tipologie di interpello utilizzabili dai contribuenti, in particolare:

- 1) interpello ordinario: il quale rappresenta uno strumento utilizzabile dal contribuente per chiedere all'Amministrazione finanziaria un parere circa l'applicazione della norma tributaria ad un caso concreto, qualora sussistano incertezze e dubbi interpretativi;
- 2) interpello qualificatorio: che ha l'obiettivo di qualificare una determinata operazione concreta in condizioni di incertezza interpretativa in cui l'oggetto dell'istanza è la corretta identificazione normativa del caso concreto;
- 3) interpello probatorio: con il quale il contribuente che intende aderire a determinati regimi fiscali, chiede all'Amministrazione

²⁷⁹ M. CLEMENTI, G. LUSCHI, M. CECI, *Le operazioni di leveraged buy out, Aspetti legali, tributari e finanziari*, Op. cit., 254,255.

- finanziaria un parere in merito sulla sussistenza delle condizioni per l'accesso e sull'idoneità degli elementi probatori prodotti a tal fine;
- 4) interpello disapplicativo: consente al contribuente di chiedere all'amministrazione finanziaria la disapplicazione di determinate disposizioni tributarie che, al fine di contrastare comportamenti elusivi, limitano deduzioni, detrazioni, crediti d'imposta, che ne permettono la non applicabilità soltanto al caso concreto;
- 5) interpello antiabuso: consente al contribuente di chiedere, preventivamente, all'Amministrazione finanziaria un parere in merito all'abusività o meno di una determinata operazione che intende porre in essere.

La nuova riforma ha apportato significative modifiche anche sul piano procedurale. Infatti, sotto la previgente disciplina le varie figure di interpello erano caratterizzate ciascuna da una propria peculiare disciplina. Senonché con il D. lgs 156/2015 trova una disciplina normativa unitaria per la presentazione e trattazione delle istanze. L'art. 2, comma 1, D.Lgs. 156/2015, prevede che "possano presentare l'interpello tutti i contribuenti, anche non residenti, compresi i soggetti che, in base alla legge, sono obbligati a porre in essere gli adempimenti tributari per conto dei contribuenti o sono tenuti, insieme con questi o in loro luogo, all'adempimento di obbligazioni tributarie quali i sostituti ed i responsabili di imposta". Tuttavia, l'istante deve essere titolare di un interesse alla soluzione del caso concreto.

Il comma 2 del medesimo articolo prevede che "l'istanza [...] deve essere presentata prima della scadenza dei termini per la presentazione della dichiarazione e, per i tributi non dichiarativi, prima del compimento della condotta oggetto di richiesta di chiarimenti".

L'istanza deve contenere:

- a pena di inammissibilità i dati identificativi dell'istante ed eventualmente del relativo legale rappresentante, compreso il codice fiscale;
- l'indicazione della tipologia di interpello tra quelle indicate all' art. 11, Legge n. 212/2000;
- a pena di inammissibilità la circostanziata e specifica descrizione della fattispecie;
- le specifiche disposizioni di cui si richiede l'interpretazione, l'applicazione o la disapplicazione;
- l'esposizione della soluzione proposta, in modo chiaro e univoco;
- l'indicazione del domicilio e dei recapiti, anche telematici, dell'istante/ domiciliatario presso il quale devono essere effettuate le comunicazioni e resa la risposta;
- la sottoscrizione dell'istante/legale rappresentante/procuratore generale/ speciale ex art. 63, DPR n. 600/73. In presenza di procuratore, se la procura non è contenuta in calce o a margine dell'atto, la stessa va allegata a quest'ultimo.

All'istanza bisogna allegare la documentazione rilevante ai fini della risposta, inclusi eventuali pareri concernenti accertamenti di natura tecnica, non di competenza dell'Amministrazione finanziaria²⁸⁰.

Un intervento particolarmente importante ha riguardato, altresì, i tempi di risposta dell'Amministrazione. Pertanto, in relazione all'interpello ordinario, l'amministrazione deve rispondere entro 90 giorni dalla presentazione dell'istanza, invece, entro 120 giorni per le altre tipologie di interpello.

Nel caso in cui l'Amministrazione finanziaria non riesca a fornire una risposta all'istanza, sulla base dei documenti allegati, può chiedere

²⁸⁰ Art. 3, D.lgs 156 del 2015.

all'istante, una sola volta, l'integrazione di quanto presentato. In questo caso il parere è reso entro 60 giorni dalla ricezione della documentazione integrativa²⁸¹.

Qualora l'Amministrazione Finanziaria non comunichi una risposta al contribuente, entro il termine previsto, tale silenzio si configura come "silenzio-assenso".

L'utilizzo di tale strumento è agevole, da un lato, quando il contribuente si trova in una posizione in cui è tendenzialmente sicuro della non abusività dell'operazione che intende porre in essere, e vuole garantirsi la certezza di non iniziare un eventuale costoso contenzioso con l'Amministrazione Finanziaria; dall'altro lato è utile per l'Amministrazione Finanziaria al fine di collaborare con il contribuente in un'ottica di trasparenza e cooperazione.

²⁸¹ Art. 4, D.lgs 156 del 2015.

CAPITOLO IV

ANALISI DI ALCUNI CASI AZIENDALI DI MLBO

4.1. Breve panoramica delle caratteristiche del sistema aziendale-finanziario italiano.

Prima di analizzare i risultati conseguiti attraverso l'impiego di operazioni di *merger leveraged buyout*, è opportuno aprire una parentesi sulle condizioni generali che caratterizzano il contesto imprenditoriale italiano; un loro preventivo esame può essere indicativo delle probabilità di riuscita delle operazioni *de quibus*.

Per grandi linee è possibile enucleare diverse caratteristiche generali del sistema imprenditoriale italiano funzionali all'utilizzo del mercato della leva finanziaria. Innanzitutto è da registrare l'elevatissima presenza di piccole e medie imprese (PMI) di eccellenza, finanziariamente solide e redditizie le cui dimensioni aziendali sono però "limitate"; ciò implica ai fini del compimento di una operazione di MLBO il forte ridimensionamento dei margini su cui operare eventuali "tagli" dei costi e la minore possibilità di ricorrere alla liquidazione degli *asset* per generare *cash flow* ulteriori (ai flussi prodotti dai redditi derivanti dall'attività operativa), ma d'altro canto tale minore dimensione richiede un minor rischio finanziario connesso al basso esborso, da parte dei finanziatori, di denaro da prendere a debito.

Un altro aspetto rilevante è individuabile nella stabilità dei settori in cui operano le PMI che sono dotate di competenze adeguate e della giusta esperienza; tale situazione permette alle imprese di produrre un elevato

tasso di reddito (*cash flow*), che rappresenta un requisito indispensabile per condurre positivamente a termine un MLBO.

Si segnala inoltre che l'età media della classe imprenditoriale è abbastanza matura²⁸², e contestualmente si registra la difficoltà di gestione delle imprese nel caso di passaggio generazionale: solo un'impresa su quattro sopravvive alla seconda generazione, e se si analizza la terza generazione di un'azienda, solo il 15% è ancora in mano agli eredi dell'imprenditore originario.

Le ridotte dimensioni ed il loro carattere familiare impedisce alle PMI di accedere al mercato regolamentato, sottraendole al pericolo di essere “ag-gredite” da azioni speculative.

Dal punto di vista finanziario un aspetto da non trascurare è lo scarso ricorso ai fondi di *private equity*²⁸³, ossia l'ingresso in società di terze parti private a titolo d'investimento o prestito, a favore invece degli istituti di credito ed in particolare delle banche²⁸⁴.

La storia che caratterizza il rapporto tra banca ed impresa in Italia riveste un ruolo di grande rilievo, per tale ragione prima di focalizzare l'attenzione sull'ingresso del *private equity* come fonte di “approvvigionamento” di risorse per le realtà aziendali nostrane, è opportuno fare un *excursus* del ruolo assunto dalle banche in Italia in relazione al potere industriale.

²⁸² Si calcola che il 60% degli imprenditori italiani abbia più di 60 anni.

²⁸³ Spesso, molti proprietari non hanno nemmeno idea dell'esistenza di questo strumento che potrebbe risultare davvero utile per loro. Tale considerazione deriva dalla ricerca condotta nel 2004 da AIFI, “L'incontro tra domanda e offerta di capitale di rischio: il punto di vista dell'imprenditore”. Da un campione di 69 imprese emerge come la conoscenza degli imprenditori italiani nei confronti del Private Equity sia davvero molto bassa. Più del 60% degli intervistati ha una conoscenza nulla o bassa: tale dato è assolutamente esemplificativo della realtà e ci fa comprendere come più della metà delle imprese italiane non solo non decide di fare ricorso al PE, ma nemmeno sa di che cosa si tratti realmente.

²⁸⁴ Non a caso il nostro sistema economico, in relazione al mercato del capitale è definito “bancocentrico”.

4.1.2. Il ruolo delle banche nel sistema economico italiano: “bancocentrismo” e principio di separazione tra banca ed industria.

Quando si analizzano le operazioni finanziarie condotte nel nostro paese, non può essere trascurato l'esame dell'attività bancaria²⁸⁵ e dei principi generali che hanno a lungo caratterizzato il sistema bancario italiano, ma va in particolar modo evidenziato il ruolo ricoperto dalle banche nello sviluppo della realtà industriale italiana, i cui retaggi sono ancora oggi riscontrabili in quel fenomeno precedentemente descritto e definito “bancocentrismo”.

Il “bancocentrismo”²⁸⁶ trae origine dalla visione statalistica dell'ideologia fascista che diventa la *ratio* ispiratrice di quel programma di riorganizzazione economica, finanziaria ed industriale che si sviluppa in Italia a partire dal 1926, attraverso la creazione di un sistema bancario nazionale accentrato, al cui vertice è posta la Banca d'Italia²⁸⁷, che sarà dal 1936 in poi, a sua volta sottoposta al controllo di un organo statale presieduto dal capo del governo²⁸⁸.

²⁸⁵ Ex art.10 T.U.B. (testo unico delle leggi bancarie e creditizie-D.lgs. 1 Settembre 1993, n. 385) l'attività bancaria è definita come «attività di raccolta del risparmio presso il pubblico ed esercizio del credito» sul punto la letteratura giuridica è sterminata, va sottolineato però l'intervento di C. BRESCIA MORRA, *Nozione di attività bancaria e di raccolta risparmio, art 10 attività bancaria in Testo unico bancario, Commentario* a cura di M. Porzio, F. Belli, G. Losarpio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Giuffrè, 2010, p.86 e ss.

²⁸⁶ Bancocentrismo: «carattere di sistema produttivo in cui il finanziamento dell'impresa privata è totalmente dipendente dal credito bancario».

²⁸⁷ Il R.D. 1511/1926 erige la Banca d'Italia a banca centrale, conferendole poteri esclusivi in materia di gestione delle stanze di compensazione e deposito delle tesorerie regionali, raccolta della riserva obbligatoria delle banche autorizzate ad esercitare l'attività, ed infine potere di controllo del rispetto delle norme bancarie da parte dei singoli istituti di credito, sottoposti ad obblighi comportamentali ed informativi. Sulla posizione della Banca d'Italia nel sistema delle leggi del 1926 si veda G. GUARINO, *Il profilo giuridico* in AA.VV. *la banca d'italia e il sistema bancario 1919-1936* a cura di Guarino-Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 1993 p.121 e ss.

²⁸⁸ La legge bancaria del 1936 come analizzato da M. PORZIO, *Il governo del credito*, Liguori, Napoli, 1976 ed ancora in M. PORZIO, *Le imprese bancarie in Trattato di diritto commerciale* (diretto da) V. Buonocore, Giappichelli, Torino, 2006, introduce al vertice del sistema bancario italiano un organo

La legge bancaria del 1926 ha avuto il merito di riordinare un contesto finanziario confusionale intervenendo a disciplinare il comportamento di enti creditizi specializzati nell'erogazione del credito fondiario, che agivano a mo' di *brokers*, piuttosto che di banche²⁸⁹.

Ma la "chiave di volta" di tale percorso è individuabile nella vicenda di risanamento bancario che va dal 1931 al 1936²⁹⁰. La grande crisi del 29' spinge infatti il governo ad una forte attività di nazionalizzazione²⁹¹ di importanti gruppi industriali e bancari che vengono rilevati dall'IRI (Istituto per la ricostruzione industriale), che rappresenterà così un agglomerato di controllo del settore industriale e finanziario.

Nonostante la "compresenza" nell'IRI di partecipazioni bancarie ed industriali, nel nostro ordinamento vigerà un principio di importanza capitale ai fini della sana gestione degli istituti di credito, che è l'obbligo di "separatezza tra banca e industria".

Tale principio fu introdotto nel 1936 dal R.D.L. 375 per perseguire delle specifiche finalità a carattere "precauzionale".

La separatezza consiste nel divieto imposto alle banche di detenere partecipazioni in imprese industriali e commerciali; in primo luogo, sulla scorta dell'esperienza fatta nel 29', per prevenire l'eventualità che una crisi industriale possa compromettere la situazione finanziaria di un istituto di credito, e quindi salvaguardare i risparmiatori; in secondo luogo garantire

interministeriale presieduto dal capo di governo, il C.I.C.R. dotato di ampi poteri di vigilanza, autorizzazione e sanzionatori.

²⁸⁹ Si veda in particolare M. RISPOLI FARINA, *Le particolari operazioni di credito in I contratti delle banche* (a cura di) C. Angelici-F. Belli-G.L. Greco-M. Porzio-M. Rispoli Farina, Utet, Torino, 2001.

²⁹⁰ Sul tema la letteratura è sterminata, si segnala in particolare: G. TONIOLO, *Industria e banca nella grande crisi*, ETAS libri, Milano 1978; G. COTTINO, *Introduzione del trattato di diritto commerciale*, CEDAM, Padova, 2001; M. PORZIO, *La legge bancaria, note e documenti sulla storia segreta*, Il Mulino, Bologna, 1981.

²⁹¹ Come riporta R. ROMEO, *Breve storia della grande industria in Italia*, IL Saggiatore, Milano 1988: nel 1937 "lo Stato italiano possedeva una parte dell'industria proporzionalmente più ampia che ogni stato europeo, eccetto l'unione sovietica".

l'indipendenza di centri di potere industriali e finanziari, ed evitare la formazione posizioni dominanti in grado di distorcere il libero mercato.

Nonostante l'intervento comunitario²⁹² abbia comportato una necessitata revisione dell'intero sistema bancario, culminata con il processo di privatizzazione formale degli istituti di credito²⁹³, l'essenza del principio di separatezza è ancora viva e rinvenibile nella disciplina del T.U.B.²⁹⁴ che regola la quota massima di partecipazione ad un ente industriale o commerciale detenibili da un istituto creditizio e viceversa²⁹⁵, e l'obbligo di costituire società separate per l'esercizio dell'attività di investimento, dotate di autonomia patrimoniale.

Alla luce delle condizioni storico-economiche appena esaminate è possibile individuare il motivo per il quale il settore industriale-commerciale si

²⁹² La comunità Europea è a più riprese intervenuta sulla disciplina bancaria, nell'ottica di armonizzare il sistema bancario europeo, per favorire sia la nascita e lo sviluppo del SEBEC, sia la libera circolazione dei capitali e libertà di stabilimento nello spazio economico europeo.

Il primo intervento risale alla I direttiva in materia bancaria emanata nel 1977 (DIR.CEE.780/77) che introduce la definizione di "ente di credito" in sostituzione di banca, ed "ordina" ai singoli stati membri di attuare una disciplina legislativa che introduca requisiti oggettivi per l'ottenimento dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività creditizia, mirando a ridurre la piena discrezionalità delle autorità creditizie nazionali nell'autorizzare un ente all'esercizio del credito (cd. «autorizzazione non discrezionale»). La II direttiva europea (646/89) poi introduce altri due principi fondamentali nell'economia del processo di armonizzazione: il rispetto del mutuo riconoscimento nel territorio degli stati membri dell'ente creditizio autorizzato all'esercizio dell'attività bancaria nel paese d'origine, ed il principio di sottoposizione al controllo dell'autorità creditizia del paese che ha rilasciato l'autorizzazione all'esercizio dell'attività.

²⁹³ L'attività di privatizzazione comincia nel 1990 con la legge Amato (l. n.218 del 1990) che impone per le banche la forma giuridica della società per azioni, prevedendo con una successiva legge (l. n. 287/1990) il controllo da parte della Banca d'Italia sugli assetti proprietari delle stesse.

²⁹⁴ Sul rapporto tra legge bancaria del 1936 e T.U.B. si veda G. MINERVINI, *Il vino vecchio negli otri nuovi* in *La nuova legge bancaria* (a cura di) M. Rispoli Farina, Jovene, Napoli, 1995.

²⁹⁵ Si vedano in combinato disposto gli artt. 19 t.u.b. co.1 e 2 («È soggetta ad autorizzazione preventiva l'acquisizione a qualsiasi titolo in una banca di partecipazioni che comportano il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla banca stessa o che attribuiscono una quota dei diritti di voto o del capitale almeno pari al 10 per cento, tenuto conto delle azioni o quote già possedute. Sono soggette ad autorizzazione preventiva le variazioni delle partecipazioni quando la quota dei diritti di voto o del capitale raggiunge o supera il 20 per cento, 30 per cento o 50 per cento e, in ogni caso, quando le variazioni comportano il controllo della banca stessa»), 21 t.u.b. co. 1 e 2 («La Banca d'Italia può richiedere alle banche ed alle società ed agli enti di qualsiasi natura che possiedono partecipazioni nelle banche medesime l'indicazione nominativa dei titolari delle partecipazioni secondo quanto risulta dal libro dei soci, dalle comunicazioni ricevute o da altri dati a loro disposizione. La Banca d'Italia può altresì richiedere agli amministratori delle società e degli enti titolari di partecipazioni in banche l'indicazione dei soggetti controllanti»)

sia sempre affidato al finanziamento bancario per l'ottenimento di risorse economiche.

Innanzitutto non è stato permesso, per un arco temporale abbastanza lungo²⁹⁶, l'esercizio dell'attività creditizia in assenza dell'autorizzazione discrezionale rilasciata dalla Banca d'Italia, ostacolando quindi la formazione di fondi d'investimento privati in grado di erogare credito, dando vita a quella che autorevole dottrina ha definito sarcasticamente "teoria dei club"²⁹⁷.

Inoltre il principio di separatezza ha sempre "impedito" ai finanziatori di divenire investitori nelle operazioni condotte con l'uso della leva finanziaria.

È stato tale quadro normativo a "plasmare" gli imprenditori italiani, che nel corso della storia hanno maturato una sorta di "inclinazione culturale" all'autosufficienza finanziaria ritrovandosi "naturalmente" predisposti a fare esclusivo ricorso al credito bancario nel caso di necessità finanziaria.

4.1.3. La "scoperta" del *private equity*, il rilancio dell'uso della leva finanziaria nella riorganizzazione dell'impresa.

Le novità legislative di stampo comunitario, nonostante il sostrato "bancocentrico" della cultura imprenditoriale italiana, associate alle recenti contingenze economico-finanziarie hanno spinto le imprese nella

²⁹⁶ Dalla entrata in vigore della legge bancaria del 1936 fino a recepimento delle direttive comunitarie in materia bancaria.

²⁹⁷ Cfr. da C. MOTTI, *Teoria dei club e ordinamento bancario* in *Banco di Napoli, Rassegna economica*, ottobre-dicembre, 1991 e riportato da M. PORZIO, *Le imprese bancarie*, Op.cit., p. 31 «appare più calzante l'immagine del club, pochi gentlemen, che nella penombra appena rischiarata da un caminetto acceso, prendono importanti decisioni, decisioni che verranno rispettate scrupolosamente da tutti i soci, pena l'esclusione dai benefici che derivano dall'appartenenza a questo circolo.»

direzione opposta, ossia ricorrere al mercato del *private equity*; e ciò per almeno tre ordini di ragioni: 1) tale mercato è ricco e dotato di alta disponibilità di capitali, a differenza di quello bancario che può considerarsi ormai saturo, 2) allo stato attuale, la recente crisi economica ha fatto sì che gli istituti di credito siano restii alla erogazione di liquidità alle imprese se non vi è la concessione di garanzie piuttosto onerose, 3) le imprese italiane, per la serie di motivi su esposti, necessitano di un allargamento della propria capacità aziendale, per non essere estromesse dalla concorrenza che è ormai diventata globale e l'ingresso di un *private equity* in società, con il suo apporto di capitale fresco può essere la giusta opzione per soddisfare tale necessità. Non va infine trascurato il valore “psicologico” dato dall'intervento di un fondo d'investimento privato in un'azienda in grado di trasmettere positività nell'ambiente aziendale e manageriale, ciò in particolare quando il PE decide di intervenire a titolo d'investimento più che da finanziatore.

La riforma del diritto societario, nel panorama si fatto, ha giocato un ruolo fondamentale; introducendo la disciplina legale del *merger leveraged buy-out* ha infatti generato un clima di maggiore fiducia da parte del contesto industriale italiano in tale tipo di operazione ed i dati statistici ne danno conferma. Una loro analisi infatti permette di comprendere come, rispetto agli anni precedenti alla riforma, e nonostante il contesto recessivo²⁹⁸, il ricorso al MLBO sia in netto rialzo, sia relativamente al numero di operazioni poste in essere, sia rispetto al capitale di *buyout* generato²⁹⁹.

²⁹⁸ Che d'altronde può considerarsi un ulteriore elemento di spinta a tale tipo di operazioni.

²⁹⁹ Come riportato dall' AIFI (Associazione italiana del private equity e venture capital) nella raccolta dati annuale dell'anno 2003: il grafico fa riferimento al numero di operazioni di LBO e loro ammontare.

L'analisi di casi concreti di LBO può darci contezza di quali debbano essere le metodologie necessarie per evitare un esito negativo dell'operazione.

In Italia il ricorso a tale strumento ha avuto alterne fortune, è possibile individuare infatti sia casi in cui floride realtà aziendali siano state “spolpate” con operazioni di acquisizione con indebitamento, sia viceversa casi in cui tale tecnica ha garantito un importante rilancio dell'azienda.

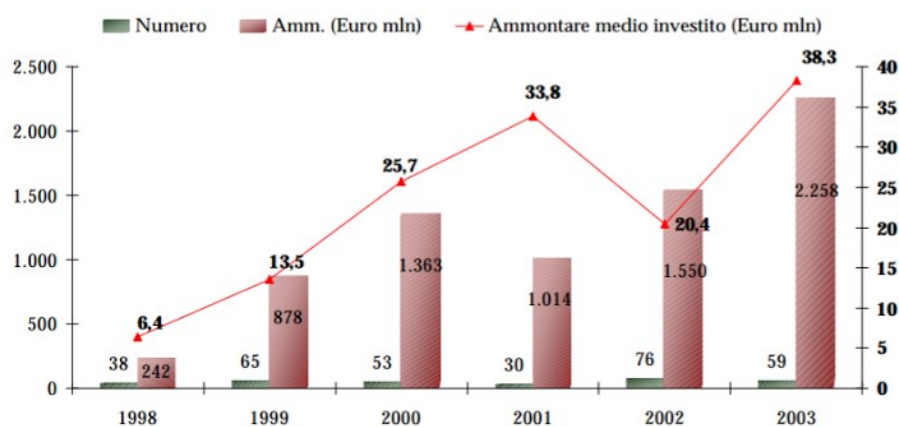
4.2. Casi concreti di operazioni di MLBO. Il caso SEAT-Pagine Gialle: storia di un MLBO “corrosivo”.

Alla luce del clamore mediatico suscitato³⁰⁰, non può non essere analizzata l'operazione di *merger leveraged buyout* condotta su SEAT-PAGINE GIALLE.

in _____ mln. _____ di _____ euro.

Il Mercato Italiano del Private Equity e Venture Capital nel 2003

Focus buy out : Trend storico



³⁰⁰ Tutta la stampa più autorevole non è mancata di ripercorrere la storia di tale caso aziendale, muovendo forti critiche nei confronti delle autorità di controllo. Si veda per es. “Il Fatto Quotidiano”: «Seat

SEAT, Società anonima Elenchi ufficiali per gli Abbonati al Telefono, nasce il 23 maggio 1925 con un capitale di 100 000 lire. Il suo business è legato principalmente all'attività di raccolta della pubblicità pubblicata sugli elenchi telefonici, la cui produzione costituisce un'altra attività produttiva della stessa società.

Fino all'anno 1997 l'impresa è nazionalizzata, ed è controllata dall' IRI che però decide di sottoporla a privatizzazione cedendo il 61,27% del capitale ad un consorzio di imprenditori³⁰¹ per un valore di 853 milioni di euro, con una valutazione complessiva dell'intera società di circa 1,65 miliardi.

La società creata *ad hoc* per l'acquisizione del controllo di SEAT viene fusa nella stessa *target*, generando un disavanzo di fusione del valore di circa un miliardo di euro, al quale va aggiunto un dividendo straordinario di circa 600 milioni di euro che, secondo autorevoli fonti giornalistiche³⁰², è stato staccato poco dopo l'atto di privatizzazione. Ciò a testimonianza della solidità finanziaria dell'impresa e degli importanti utili che era all'epoca in grado di generare. Ovviamente bisogna considerare che in seguito alla fusione, avvenuta dopo l'erogazione del maxi-dividendo, i debiti patrimoniali del consorzio vengono inglobati in SEAT che, stando ai piani economico-finanziari del *management*, sarebbero stati ripagabili con i *cash flow* prodotti dall'attività altamente redditizia³⁰³.

Pagine Gialle, in 15 anni spariti 8 miliardi di euro. E nessuno se n'è accorto» di G. MELETTI, 5 Luglio 2014; oppure "L'Espresso": «Seat pagine gialle, storia di un crac. Nomi e numeri di un disastro annunciato» di V. MALAGUTTI, 21 Marzo 2014; o infine "Il Sole 24 Ore": «MAXI DIVIDENDO DA 3,5 MLD, Seat Pagine Gialle, inchiesta per bancarotta fraudolenta. Misure interdittive per ex membri del Cda» di F. GRECO-M. D'ASCENSO del 10 Novembre 2015.

³⁰¹ Per la precisione «il consorzio Ottobi, posseduta dalla Otto Spa e composta da otto soci fra cui Comit (oggi Intesa), De Agostini della famiglia Boroli-Draghi (quelli dei libri, ma anche dei giochi Lottomatica)» come riportato da "il Fatto Quotidiano": «Seat Pagine Gialle, concordato preventivo ultima tappa dopo anni di spolpamento» di C. Iotti, 5 Febbraio 2013.

³⁰² Sul punto si vedano le fonti citate in nota n. 258.

³⁰³ Secondo il quotidiano online lettera43.it «nel 1999 Seat passa da un saldo positivo di 387 milioni di euro a un debito netto di 671 milioni. Tutto a causa dell'estrazione di valore messa in atto dai soci privati»

La società, indebolita dalla sottrazione del maxi-dividendo, ed “appesantita” dal debito scaricato sul suo patrimonio attraverso la fusione subisce un nuovo passaggio di proprietà nel 2000. La quota di maggioranza viene infatti venduta per un importo pari a circa 6,7 miliardi a Telecom che opera una fusione tra SEAT e la controllata Tin.it; il 58% della società risultante dalla fusione sarà posseduto proprio da Telecom.

Nel 2003 il neo-controllo di Telecom³⁰⁴ comporta un cambio di strategia aziendale che vede nuovamente coinvolta la SEAT che prima viene scissa da Tin.it e poi viene venduta ad un fondo di *private equity* per un valore di 3,1 miliardi³⁰⁵.

Ancora una volta l'operazione è condotta attraverso la formazione di una società veicolo (Silver S.p.a.) partecipata da fondi di *private equity*, che si indebita contraendo un prestito di 2.2 miliardi di euro con Royal Bank of Scotland, per poi essere incorporata da SEAT.

Nel 2006 la società contrae un debito per l'erogazione di una maxicedola di 3,6 miliardi di euro divisa tra gli investitori, ciò avviene dando in pegno, a titolo di garanzia, le azioni SEAT; verrà inoltre liquidata una percentuale del valore della società³⁰⁶ attraverso la sua quotazione in Borsa; va ricordato che tale meccanismo rappresenta uno degli strumenti più impiegati dai partecipanti-finanziatori alle operazioni di MLBO, che investono il loro capitale. L'insieme delle operazioni (MLBO + erogazione di un maxi-dividendo + quotazione in Borsa) ammonta all'importo di circa 4,4 miliardi di euro, generati da un debito di 2,7 miliardi di euro, ritenuto

³⁰⁴ La scalata operata dal gruppo Pirelli nelle vesti di M. Tronchetti Provera comporta un cambiamento del controllo di Telecom, ed il conseguente cambio di strategie aziendali.

³⁰⁵ È da notare che nel solo arco di 3 anni il valore di mercato di SEAT si è dimezzato, passando dai 6,7 miliardi pagati da Telecom nell'anno 2000 ai 3,1 a cui è stata poi liquidata nel 2003.

³⁰⁶ Con precisione il 12,4% per un ammontare di 800 milioni.

sostenibile da una consulenza³⁰⁷ che prevede lo sviluppo di flussi di cassa grazie alle attività redditizie della società fino all'anno 2010. Proprio in quell'anno però la società ha dovuto contrarre un nuovo finanziamento di 1,7 miliardi per pagare le rate dei debiti contratti precedentemente.

La “mazzata finale” alla società fu data dal crollo delle attività dovuto alla inefficienza del management nel creare piani industriali all'avanguardia del settore di riferimento, in grado di stare al passo delle nuove tecniche comunicative che nel corso del tempo si sono sviluppate. L'anacronismo di alcune attività ha infatti portato la SEAT, già fortemente indebitata, sull'orlo del fallimento tanto da spingere l'a.d. a chiedere nel 2013 l'ammissione della società alla procedura di concordato preventivo³⁰⁸.

La storia di SEAT-PAGINE GIALLE dimostra come un uso inappropriato della leva finanziaria attraverso le tecniche di MLBO possa arrecare ingenti danni finanziari ad imprese solide, compromettendo in particolare gli interessi dei piccoli azionisti di minoranza e dei creditori.

Va fatto notare però che una rilevante sottrazione di ricchezza subita dalla società attraverso l'impiego del *merger leveraged buyout*, si è verificata tra gli anni 1997-2002, quando il quadro giuridico-normativo di tale istituto era ancora caratterizzato da insicurezza e dubbi interpretativi, e non era nel caso di specie attivabile la normativa altamente garantista dettata dall'art. 2501-*bis* c.c. che avrebbe senz'altro sottoposto la gestione di SEAT a più stringenti vincoli economico-finanziario-industriali.

³⁰⁷ Come si legge sul Fatto quotidiano in un articolo pubblicato sul sito www.ilfattoquotidiano.it del 5 Luglio 2014 scritto da G. MELETTI: «una perizia firmata Lehman Brothers (guidata in Italia da Ruggero Magnoni, recentemente arrestato per la bancarotta Sopaf).» fu l'atto di consulenza su cui venne approvato il prestito con azioni di SEAT date in pegno per un importo di 2,7 miliardi di euro.

³⁰⁸ Seat, all'epoca della fusione con Tin.it valeva 40 miliardi in Borsa, oggi invece, a seguito di scelte manageriali e industriali rivelatesi sbagliate, nonché di un'attività di spopolamento da parte di fondi, banche e avvocati, la società è stata costretta a chiedere il concordato preventivo e conseguentemente ciò ha determinato una diminuzione del suo valore in Borsa, il quale è sceso a soli 34 milioni. Si veda www.repubblica.it.

Se il caso SEAT-Pagine gialle è paradigmatico della predatorietà che può caratterizzare un *merger leveraged buyout*, fortune molto diverse sul piano economico, finanziario ed industriale hanno avuto altri casi concreti di acquisizioni di importanti realtà aziendali attraverso l'uso della leva finanziaria.

4.2.1. Ducati: il caso dell'ascesa di una società più volte sottoposta al *leveraged buyout*.

La storia di Ducati è emblematica, dalla sua fondazione ad oggi ha subito diversi passaggi di proprietà, ed almeno due di essi sono avvenuti attraverso un'operazione di *leveraged buyout*, che ha sortito effetti positivi ma diversi tra loro.

Analizzando i dati relativi a due operazioni di LBO condotte sulla stessa società è possibile constatare che il “trucco” della buona riuscita di tale tecnica finanziaria consiste nel giusto modo di utilizzare il *leveraged*, che deve rappresentare solo uno strumento impiegato per il raggiungimento degli scopi aziendali sottesi ad una programmazione economico-industriale efficiente.

La prima operazione di LBO su Ducati s.p.a. è stata realizzata nel 1996 quando il fondo d'investimento americano TPG (*Texas Pacific Group*) rileva il controllo della Ducati, sottraendola dall'azienda bolognese Cagiva, per sottoporla ad un'importante progetto di rilancio industriale.

Il nuovo programma industriale prospettato dai nuovi investitori prevede una fase di *turnaround* che si rivela fondamentale; il cambio del *management* associato ad un incremento del capitale investito dal *private equity*,

comportano un rilancio dell'azienda sul mercato che, nonostante l'indebitamento contratto³⁰⁹, trova riscontro nell'innalzamento del fatturato³¹⁰.

³⁰⁹ Nel 1996 il Gruppo Ducati ha contratto un finanziamento presso un pool di banche. Fu erogato un prestito a medio termine circa 140 mln di euro attuali che è stato impiegato per l'acquisizione del ramo d'azienda comprensivo di tutti i marchi Ducati ed il relativo avviamento, per il pagamento di quanto dovuto a titolo di patto di non concorrenza siglato con Cagiva e registrato all'Autorità Garante della Concorrenza e del mercato con delibera n.6350 ed infine, per il pagamento delle spese, commissioni, imposte indirette e tasse relative all'acquisizione.

³¹⁰ Di seguito è riportato il Conto economico comparato degli anni 1996/97/98, la cui analisi può dimostrare in modo emblematico la bontà delle strategie industriali intraprese dal gruppo TPG. È da sottolineare ad esempio il dato relativo alla voce Ricavi da vendite e prestazioni che registra un esponenziale incremento del fatturato (176 miliardi di lire circa nel primo anno e ben 263 nel secondo anno successivo all'acquisizione) attraverso, in particolare, l'innalzamento degli investimenti in personale.

CONTO ECONOMICO COMPARATO			
Anno:	1996	1997	1998
Ricavi da vendite e prestazioni	203.943	379.035	465.098
Variazioni delle rimanenze di semilavorati e finiti	39.272	25.192	8.012
Incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	3.171	4.077	8.238
Altri ricavi e proventi	6.406	5.002	11.983
Valore della produzione effettuata	252.792	413.306	493.331
Consumi di materie prime	129.942	190.695	223.909
Altri costi operativi	55.572	90.995	119.766
Valore aggiunto della gestione caratteristica	67.278	131.616	149.656
Costo del personale	34.160	49.066	57.164
Margine operativo al lordo di ammortamenti	33.118	82.550	92.492
Accantonamento a fondo svalutazione crediti	1.906	1650	1.011
Accantonamento a fondo rischi ed oneri	8.507	16.200	12.968
Ammortamenti delle immobilizzazioni materiali ed immateriali	29.345	32.283	37.136
Risultato operativo della gest. caratteristica	(6.640)	32.417	41.377
Proventi finanziari	1.877	4.449	5.262
Oneri finanziari	35.173	27.914	31.496
Proventi straordinari	455	2.703	3.459
Oneri straordinari	404	2.275	20.354
Risultato prima delle imposte e della quota di pertinenza di terzi	(39.885)	9.380	(752)
Imposte sul reddito	2.433	4.143	1.376

È bene sottolineare che il nuovo piano industriale prevede nuovi sbocchi commerciali per l'azienda quali ad esempio il commercio elettronico e l'abbigliamento.

La solidità raggiunta permette alla Ducati di essere quotata nei mercati di Borsa di New York e di Milano a partire dal 1999.

Dopo un nuovo passaggio di proprietà in mani italiane³¹¹ sempre mediante il ricorso a fondi privati d'investimento, e la successiva uscita del titolo dal mercato borsistico³¹², nel 2012 la società viene nuovamente acquisita con un'operazione di *leveraged buyout*. Questa volta è il gruppo più produttivo del globo nel settore automobilistico ad acquisire il marchio Ducati rilevando le quote di controllo di Investindustrial Holding che dichiara con un comunicato ufficiale del 18 aprile 2012: «*International Motorcycles S. p. A, controllata dal gruppo Investindustrial ("Investindustrial"), ha raggiunto oggi un accordo per la vendita di Ducati Motor Holding SpA ("Ducati") ad Audi AG che fa parte del Gruppo Volkswagen. L'acquisizione è soggetta all'approvazione da parte dell'Antitrust.*».

Al di là delle fasi cronologiche che hanno scandito i vari passaggi di proprietà, è opportuno condurre uno studio dei “numeri” contabili che di volta in volta hanno accompagnato il trasferimento del controllo tra diversi soggetti.

Risultato prima della quota di pertinenza di terzi	(42.318)	5.237	(2.128)
Risultato d'esercizio di pertinenza di terzi	-	3	2.76
Utile (perdita) netto d'esercizio	(42.318)	5.234	(2.404)

³¹¹ Nel 2006 c'è stato l'acquisto di Ducati da parte di Investindustrial Holdings, la finanziaria di Andrea Bonomi.

³¹² Successivamente, la finanziaria stessa e i suoi soci istituzionali hanno provveduto ad un'OPA sulla totalità delle azioni ordinarie di Ducati non detenute. Al termine delle varie operazioni finanziarie il titolo Ducati è stato ritirato dal mercato di Borsa al termine dell'anno 2008.

È possibile riscontrare che, alla luce dei dati industriali ed economici consultabili riferiti allo sviluppo sia industriale sia commerciale di Ducati, la società ha vissuto importanti rilanci imprenditoriali che ne hanno comportato un aumento di valore in termini economici e soprattutto una distribuzione di ricchezza tra i vari proprietari o gruppi di comando che si sono susseguiti nel tempo, senza svalutare un marchio prestigioso e soprattutto senza mai intaccare gli interessi degli *stakeholders*.

A ben vedere, il private equity ha dato luogo non soltanto ad esiti negativi, ma anche a vari esempi di valorizzazione e successo. Sicuramente è il caso della Ducati recentemente confluita nell'ambito della Audi, ma si pensi altresì alla Galbani, la quale dopo il leverage di Bc Partners, finì alla francese Lactalis. Ed ancora, Valentino e Marazzi, la prima venduta nel 2012 ai fondi del Qatar a un multiplo di 25 volte l'Ebitda, mentre la seconda dopo aver investito in Usa, in Russia e a Sassuolo nel marzo 2013, è stata ceduta a Mohawk Industries valorizzandola 1,17 miliardi di euro. I private equity delle suddette aziende, nonostante il periodo di crisi, hanno seguito un progetto industriale, inserito nuovo *menagement* ed infine le hanno ricapitalizzate. Ecco, quest'ultima attività appare necessaria soprattutto in una situazione difficile poiché consente di riequilibrare il rapporto di indebitamento.

Paolo Colonna, Presidente di Permira Associati, affermava "E' un mestiere industriale: il management, i mercati e i prodotti sono fondamentali, si fanno i soldi soltanto se si azzeccano le scelte industriali. Per poter vendere a qualcuno che paga tanto occorre costruire un'azienda forte, con crescita dimostrata e investimenti. Per i fondi di Permira il capital gain viene

per 76-77% da un aumento dell'Ebitda, per il 15% dal leverage e per l'8% da un aumento del multiplo di uscita"³¹³.

Dalle parole di un longevo manager della società³¹⁴, è possibile dedurre l'imprescindibile sussistenza nelle operazioni di LBO di un parallelismo intercorrente tra acquisizione con indebitamento e bontà del *business plan* che devono correre di pari passo e devono stare in un rapporto di subordinazione tra loro. Quest'ultima considerazione è stata la "regola aurea" seguita dai manager di Schema S.p.A. nell'operazione che verrà analizzata successivamente.

4.2.2 Autostrade S.p.A.: il merger leveraged buyout come mezzo di riorganizzazione societaria e rilancio industriale

Mentre nell'anno 2003 SEAT veniva acquisita da fondi privati che l'avrebbero portata alla procedura concorsuale del concordato preventivo, un'altra importante realtà economica italiana veniva sottoposta ad un *merger leveraged buyout* che ne avrebbe garantito negli anni successivi un esponenziale rilancio industriale.

Si fa riferimento all'operazione di MLBO condotta sulla società Autostrade S.p.a., il *raider* in questo caso è la società Schema s.p.a.³¹⁵ già detentrica del 30% del capitale di ACC (Autostrade Concessione e

³¹³ Consultato il sito www.repubblica.it.

³¹⁴ Si fa riferimento alle dichiarazioni di C. Domenicali (a.d. della Ducati) rilasciate a "il Sole 24 Ore": (I rapporti col "padrone tedesco") «sono molto buoni. Audi ci ha cambiato approccio al mercato, ma allo stesso tempo ci lascia autonomia decisionale e ci dà serenità finanziaria» ed ancora sul tema: «Il socio industriale è il migliore. Audi non ha come fine la vendita dell'azienda. Ragiona sul lungo termine».

³¹⁵ Schema28 s.p.a. è una società veicolo il cui capitale è formato dalla partecipazione di diversi investitori (Edizione Holding s.p.a., Fondazione CRT, Ascesa, INA, Unicredit, Brisa) costituita nel 1999 per l'acquisizione del 30 % di ACC liquidato dall'IRI con un'OPV.

Costruzione), la quale costituisce una *newco* (Newco28 S.p.a.) incaricata di lanciare un'offerta pubblica d'acquisto che si conclude con l'ottenimento di una partecipazione rilevante in ACC (54,1%). Il capitale di Newco28 è quasi interamente costituito da un finanziamento presso un *pool* di banche.

L'obiettivo di Schema28 era l'ottenimento del controllo di ACC al fine di avviare un piano di ristrutturazione industriale detto "Progetto Mediterraneo", che prevedeva prima di tutto una riorganizzazione societaria interna alla stessa ACC.

Alla base di "Progetto Mediterraneo" era posta la suddivisione di ACC in singole società specializzate settorialmente che sarebbero confluite in una *holding* (Newco28). A tal proposito Autostrade S.p.a venne scorporata dal gruppo ACC, con lo specifico intento di affidarle l'esclusiva gestione delle concessioni statali; la restante società fu invece investita di compiti operativi nel settore industriale. L'operazione si è conclusa con l'incorporazione di Autostrade S.p.a. e ACC in Newco28 con conseguente cambiamento della denominazione sociale in Autostrade s.p.a. e con la traslazione del debito contratto per finanziare l'OPA nel patrimonio di quest'ultima.

L'ottimizzazione del gruppo, la suddivisione settoriale ed il piano di investimenti prospettato dal "progetto mediterraneo" hanno avuto un impatto positivo sui mercati finanziari ed ha permesso al gruppo Autostrade S.p.A. di generare consistenti *cash flow* in grado sia di estinguere il debito contratto, sia di promuovere nuovi investimenti industriali, sia, in ultima istanza, di allargare il campo operativo della *holding* mediante acquisizione di altre società operanti nel settore³¹⁶.

³¹⁶ Il gruppo Autostrade risulta essere attualmente il maggior investitore europeo nel settore autostradale, registrando un ammontare di circa 22 miliardi di euro di investimento o in corso di esecuzione, 12

Tutto ciò è stato possibile grazie alla brillantezza del progetto industriale in grado di coniugare esigenze di ottimizzazione della struttura societaria, e giusti investimenti in settori industriali strategici. Chiaramente le qualità manageriali dei soci di Schema28 sarebbero rimaste inesprese se la tecnica del *leveraged buyout* non gli avesse permesso l'acquisizione del controllo della società, ciò a dimostrazione della capitale importanza della possibilità di ricorrere alla leva finanziaria per l'attuazione di valide iniziative imprenditoriali.

Del resto le opportunità e l'utilità di tale tecnica finanziaria alla crescita dell'economia sono supportati da dati statistici, c'è chi ricorda che negli USA «senza i *leveraged buyouts* degli anni ottanta i guadagni straordinari di produttività degli anni novanta non si sarebbero mai realizzati: tra i due decenni la crescita negli Stati Uniti accelerò di un punto, dal 3 al 4 per cento, mentre l'Europa continentale rallentava dal 2,5 al 2,2 per cento».³¹⁷ I casi analizzati rappresentano indubbiamente le operazioni italiane più eclatanti di acquisizione di una società mediante indebitamento, in particolar modo per l'“antipodicità” degli effetti prodotti.

Tale fenomeno può essere spiegato considerando la tecnicità richiesta da tale operazione, non a caso essa è stata inquadrata come attività di finanza strutturata.

Gli “ingredienti” giusti per l'ottenimento di effetti positivi dall'impiego di tale tecnica sono diversi e tutti indispensabili, il più importante però risiede nei reali motivi che spingono i *raiders* a mettere in piedi l'operazione, l'analisi storica ha dimostrato che solo grazie alla serietà di un piano economico-industriale è possibile maturare aspettative positive, viceversa

miliardi per lo sviluppo di aeroporti, 5000 km di autostrade a pedaggio per il mondo (Italia, Brasile, Polonia, Cile ed India).

³¹⁷ A. ALESINA, F. GIAVAZZI, *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Il Saggiatore, Milano, 2008, p. 33.

gli intenti meramente speculativi sono destinati ad inserire la società sottoposta all'indebitamento in un processo di "auto-fagocitazione"³¹⁸, che può compromettere l'equilibrio e la ricchezza di contesti aziendali floridi, in cui a farne le spese sono spesso volte i terzi, estranei alle dinamiche sociali, ma portatori di interessi costituzionalmente rilevanti³¹⁹.

Illuminanti a tal proposito sono le considerazioni espresse dal prof. Paolo Carrière, sull'aleatorietà dell'esito dell'impiego della leva finanziaria che fungono da monito a chi si imbatte nelle operazioni di MLBO ed ancor più verso chi ha la responsabilità di monitorarle: «Nell'ipotesi, ormai purtroppo sempre più frequente, in cui le proiezioni iniziali di sostenibilità finanziaria si rivelino fallaci a posteriori, può apparire improprio ed iniquo scaricarne l'effetto sugli stakeholders, lasciando sostanzialmente indenne chi ha concepito l'operazione e chi ha monetizzato per tempo quel valore dimostratosi poi inesistente. Ove si ritenga opportuno, nell'ambito di tali operazioni, consentire una "scommessa" sulla redditività futura dell'impresa e a fronte di ciò ammettere l'anticipata monetizzazione di quel valore a favore del socio uscente e a carico della società, parrebbe giusto e doveroso che se poi la "scommessa" non si rivela vincente per una qualsiasi ragione, a perderci non siano l'impresa e i suoi innocenti stakeholders: dipendenti, fornitori, creditori».³²⁰

³¹⁸ Tale locuzione è riferita a quell'effetto prodotto dall'indebitamento sul capitale della società, che consiste nella corrosione del patrimonio per il pagamento non solo del prestito e degli interessi dovuti, ma in particolare degli emolumenti accessori (clausole di *conveant*, ingenti penali con diritto all'esigibilità immediata del credito, commissioni per la ristrutturazione del debito, perdita di valore degli asset sottoposti a garanzia del pagamento, ecc..) in caso di instabilità finanziaria.

³¹⁹ In particolare il diritto inviolabile al lavoro sancito dall'art 4 Cost. «La Repubblica riconosce a tutti i cittadini il diritto al lavoro e promuove le condizioni che rendano effettivo questo diritto» ad il diritto alla tutela del risparmio sancito dall'art. 47 Cost. «La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito [...] Favorisce l'accesso al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese».

³²⁰ Tratto da notaio P. VILLANOVA, *Il merger leveraged buy out: operazione predatoria oppure strumento di ingegneria finanziaria per la crescita della competitività del sistema economico?*, Pubblicazioni del dipartimento di Diritto comune patrimoniale, Università degli Studi di Napoli – "Federico II", 2016.

4.2.3 Il report recente della società di revisione contabile “Price Coopers Water House presentato al Convegno AIFI (Associazione italiana del Private equity, Venture Capital e Private Debt)

A seguito di uno studio effettuato negli ultimi anni, avente ad oggetto un campione di società e di investimenti, appare opportuno evidenziare non solo gli aspetti negativi del *Merger Leveraged Buyout*, trattati nei paragrafi precedenti, ma anche e soprattutto i profili positivi emergenti dallo stesso. Infatti, in occasione del Convegno annuale AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt) svoltosi a Milano il 26 marzo 2018, sono stati presentati i risultati dell'analisi condotta da AIFI, in collaborazione con PwC - Deals sul mercato italiano del capitale di rischio.

Da questo report emergono soltanto elementi positivi per il mercato Italiano, sul piano dei ricavi e dell'occupazione.

Dallo studio curato da Francesco Giordano, dunque responsabile del report, si evince che grazie alla generazione di *cash flow* le aziende partecipate dai fondi sono state in grado di investire più di aziende similari. I risultati dello studio annuale di PwC sono sempre condotti sui dati di bilancio dell'ultimo anno di permanenza delle aziende nel portafoglio dei fondi, che vengono confrontati con i dati di bilancio dell'anno precedente l'ingresso dei fondi stessi. Il tutto, eliminando però dall'analisi, le aziende che nel frattempo sono fallite o comunque sono passate per ristrutturazioni che hanno visto azzerare il valore dell'equity.

E' bene evidenziare come l'ingresso del fondo abbia determinato una crescita dei ricavi del 6,3% rispetto al Pil e ai risultati di aziende similari,

inoltre le società partecipate dal *private equity* vedono un aumento dell'occupazione (+ 5,0%) rispetto al tasso occupazionale italiano (-0,2 %). Al-tresì, le aziende partecipate dal *venture capital* vedono aumentare i ricavi del 6,0 % e un Ebitda del 4,6%, ma quel che è più interessante, essendo oggetto del presente elaborato, concerne le aziende oggetto di *buyout* hanno registrato una marginalità (Ebitda) superiore di 5,7% a fronte di ricavi superiori del 2,2%.

Come affermato da Francesco Giordano, responsabile del *report*, trattasi di segnali incoraggianti.

*Private equity e venture capital: riassunto dei principali indicatori*³²¹

Ammontare	2017 (milioni di euro)	2016 (milioni di euro)	Variazione %
Risorse raccolte sul mercato	5.030	1.313	+283,00%
Risorse investite	4.938	8.191	-39,70%
Risorse disinvestite	3.752	3.656	-2,60%

Numero	2017	2016	Variazione %
--------	------	------	--------------

³²¹www.aifi.it.

N. operatori che hanno raccolto	20	16	+25,00%
N. investimenti	311	322	-3,40%
N. disinvestimenti	202	145	39,30%

La distribuzione degli investimenti per tipologia

	2017 ammontare (milioni di euro)	2016 ammontare (milioni di euro)	Variazione %
Early stage (seed e startup)	133	104	28,50%
Expansion	338	710	-52,40%
Turnaround	111	66	+68,20%
Replacement	253	597	-57,6%
Infrastrutture	659	942	-30,1%
Buyout	3.444	5.772	-40,3%
Totale	4.938	8.191	-39,7%

	Numero 2017	Numero 2016	Variazione %
Early stage (seed a startup)	133	128	+3,9%
Expansion	45	67	-32,8%
Turnaround	10	3	233,3%
Replacement	9	14	-35,7%
Infrastrutture	24	12	+100,0%
Buy out	90	98	-8,2%
Totale	311	322	-3,4%

A ben vedere, nel 2017 i dati concernenti le operazioni e gli investimenti *buyout* sono sicuramente più elevati rispetto alle altre tipologie oggetto del *report* in questione, senonché rispetto al 2016 vi è una diminuzione del numero delle operazioni di *buyout* (-8,0%) ed in calo altresì l'ammontare (40%)³²².

³²²Si veda www.ilsole24ore.com.

CONCLUSIONI

Il presente studio ha avuto modo di trattare molteplici aspetti del LBO. Tale tecnica ha avuto, nel corso degli ultimi anni, un impatto molto importante sia nell'economia mondiale sia nel mercato italiano.

Come largamente discusso, lo sfruttamento della leva finanziaria della società bersaglio rappresenta, sicuramente, il tratto peculiare ma anche critico di ogni operazione di leveraged buy-out. Le criticità generali del leveraged buy-out risultano accentuate nel caso del MLBO, poiché i debiti contratti dalla newco ai fini dell'operazione di buy-out finiscono, inevitabilmente, per gravare sul patrimonio della target.

Gli aspetti negativi derivano, però, dall'utilizzo della leva finanziaria, con un altissimo livello di capitale di debito preso a prestito. Qualora, invece, lo strumento della leva finanziaria venisse utilizzato con modalità adeguate alle reali capacità di rimborso da parte della target, essi potrebbero contribuire e facilitare lo sviluppo dell'azienda e, in generale, l'intero sistema economico del paese, portando dunque vantaggi all'economia reale. A tal fine, è di assoluta importanza che venga tenuta in considerazione un'adeguata ristrutturazione della proprietà ed un eventuale rinnovamento del management, così da migliorarne l'operatività e le performance aziendali.

Pertanto, è stato ritenuto da alcuni economisti che tra le cause della crisi finanziaria del 2008 vi fosse il fallimento di alcune società che si erano indebitate per attuare operazioni di LBO. Senonché, da alcuni studi aziendali è emerso che tale operazione può rappresentare un importante stimolo per la crescita economica.

Sul piano fiscale, l'operazione di LBO appare meno agevole poiché il Legislatore se da un lato, attraverso la riforma societaria, ha riconosciuto la

legittimità delle operazioni in questione, tramite l'art. 2501-bis del codice civile, d'altra parte ha introdotto rigorosi limiti alla deducibilità degli interessi passivi penalizzando, così, le operazioni in esame.

Senza alcun dubbio, è opportuno precisare che in alcuni casi le operazioni di LBO abbiano comportato un notevole indebitamento ed il fallimento delle società acquisite. Tuttavia, ciò non può indurre a condannare un'operazione di ristrutturazione aziendale che può rivelarsi utile per ridurre i costi e migliorare l'efficienza nell'ambito di un contesto economicamente competitivo.

Le questioni relative all'elusività del merger leveraged buy-out sono venute meno grazie ad un duplice intervento del legislatore nazionale. Trattasi rispettivamente del d. lgs. 6/2003, che ha tipizzato la figura del MLBO introducendo nel Codice civile l'art. 2501-bis, nonché, del d. lgs. 142/2008 (in attuazione della Direttiva 68/2006/CE), che ha riformulato il disposto dell'art. 2358 c.c., legittimando l'assistenza finanziaria purché realizzata nel rispetto delle condizioni ivi sancite.

Orbene, le ipotesi di illiceità del merger leveraged buy out, per contrasto con il divieto di assistenza finanziaria nell'acquisto azioni proprie, sono circoscritte soltanto alle ipotesi di concerto fraudolento tra i soggetti che effettuano la scalata e gli amministratori della società "target" nel fornire garanzie specifiche ai creditori della società "raider".

In considerazione di quanto sopra detto, non si ritiene corretto condannare aprioristicamente la tecnica del leveraged buy-out in quanto l'elemento negativo non concerne l'aleatorietà dell'esito positivo dell'operazione, bensì le intenzioni dei soggetti promotori della medesima. A ben vedere, un uso adeguato della tecnica in esame è in grado di generare benefici per tutte le parti coinvolte, contrariamente all'utilizzo sconsiderato della

stessa il quale può produrre effetti pregiudizievoli nei confronti di un intero settore di mercato.

Se un Autore del calibro di Gastone Cottino definiva la operazione, con un giudizio tranciante, “un arrembaggio piratesco alle fortune altrui”, elaborato dalla mente diabolica della finanza speculativa statunitense ed, oltre al profilo della opportunità, ne escludeva la legittimità rispetto ad ordinamenti di *Civil law*, nei quali il capitale sociale delle società di capitale costituisce un elemento “rigido” del patrimonio netto, la cui integrità può essere attentata dall’utilizzo della leva finanziaria in debito contratta per effettuare la scalata della società “bersaglio”, d’altra parte la internazionalizzazione dell’ordinamento giuridico e la circolazione e la importazione di istituti di provenienza anglosassone consente di beneficiare di schemi contrattuali e modelli societari, la cui mancata adozione finirebbe per penalizzare gli operatori economici e priverebbe la autonomia privata di strumenti idonei a conseguire interessi meritevoli di tutela.

Per utilizzare una espressione cara a Zygmunt Bauman, ed ormai ampiamente “abusata”, la società “liquida”, verso cui declinano gli ordinamenti giuridici degli Stati aventi economie a capitalismo avanzato, si articola in una maggiore flessibilità dei rapporti personali, lavorativi ed economici. L’evoluzione del diritto di famiglia evidenzia questa linea di tendenza, dalla disciplina del “divorzio c.d. breve” al riconoscimento delle Unioni Civili e delle coppie di fatto; le riforme del diritto del lavoro confermano la opzione di politica legislativa del legislatore verso forme di flessibilità contrattuale che affida la tutela dei diritti dei prestatori di lavoro ad un “welfare attivo”, attraverso la possibilità di cogliere nuove opportunità derivanti dalla formazione permanente e non attraverso una tutela “forte” del rapporto contrattuale in corso di svolgimento.

L'istituto che si è analizzato attraverso il modesto contributo di chi scrive consente di realizzare una opportuna e, per certi versi, vivificante circolazione di capitali, finalizzata alla corretta e più redditizia allocazione degli assetti proprietari delle società di capitali.

L'uso della leva finanziaria può consentire un rinnovamento della compagine sociale delle società bersaglio della scalata, che, accompagnato da un adeguato piano industriale ed una ristrutturazione dell'azienda *target*, può consentire una “estrazione di valore”, idonea a soddisfare gli interessi di tutti gli “stakeholders” coinvolti nella operazione (azionisti, creditori sociali, prestatori di lavoro).

I rischi, pure possibili e per certi versi insiti nella operazione, possono essere neutralizzati attraverso gli opportuni strumenti di controllo e di bilanciamento degli interessi coinvolti nella operazione, che il legislatore ha previsto, a fronte del recepimento, ormai inequivoco ed espresso, dell'istituto nell'ordinamento giuridico italiano.

BIBLIOGRAFIA

- ADIUTORI A.R., *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, Giuffrè, 2000.
- ALESINA A., GIAVAZZI F., *La crisi. Può la politica salvare il mondo?*, Il Saggiatore, Milano, 2008.
- ANDREANI G. e TUBELLI A., *Sono elusive le operazioni di <merger leveraged buyout>?*, in *Corriere Tributario*, 2001.
- ANGELICI C., *La Nullità Della Fusione in Rivista commerciale*, Milano, Vallardi editore, 1992, I, 272.
- ANGELICI-FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino 1993.
- ARDIZZONE, *Sub art. 2501-bis, Commercio della riforma delle società*, (a cura di) P. Marchetti e L. A. Bianchi, Milano, 2006.
- ASCARELLI, *Sulla protezione delle minoranze nelle società per azioni*, in *Dir. e Prat. Comm.*, 1982.
- BARBA V., *Profili civilistici del leveraged buyout in Pubblicazioni del Dipartimento di Diritto privato e comunitario*, Università degli studi di Roma La Sapienza, Milano, Giuffrè, 2003.
- BORTOLOTTI F., *Diritto dei contratti internazionali*, Padova, CEDAM, 1997.
- BRAGOGLI L., *La due diligence nell'ambito delle operazioni di acquisizione*, articolo del 10 Ottobre 2007.
- BRESCIA MORRA C., *Nozione di attività bancaria e di raccolta risparmio, art 10 attività bancaria*, in *Testo unico bancario*,

Commentario (a cura) di M. Porzio, F. Belli, G. Losarpio, M. Rispoli Farina, V. Santoro, Giuffrè, 2010.

- BRUNETTI A., *Trattato Del Diritto Delle Società*, II, Società per azioni, Milano, Giuffrè, 1948.
- BUTTARO A. Patroni Griffi/Sabatelli, *La seconda direttiva Cee in materia societaria*, Milano, 1984.
- CABRAS G., *Le opposizioni dei creditori*, Milano, Giuffrè, 1978.
- CABRAS G., *Società: trasformazione e fusione (panorama di giurisprudenza)*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 1978.
- CABRAS G., *Trasformazione e fusione*, in *Giur. Comm.*, 1976, I.
- CACCHI PESSANI S., *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buyout*, in *Quaderni di giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè, 2007.
- CALVELLO S., *Leveraged buyout* in AA.VV. *Contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario italiano* (a cura di) F. Galgano, Torino, 1995.
- CAMILLETTI F., *Alcune considerazioni in tema di fusioni e merger leveraged buyout* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1994, II;
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale. II Diritto delle società*, UTET giuridica.
- CAMPOBASSO M., *Diritto commerciale 2, delle società* in *Diritto commerciale*, UTET giuridica, Torino.
- CAMPOBASSO G.F., *Diritto delle società* in *Diritto Commerciale*, UTET giuridica, Torino.
- CAPPARELLA G., *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Rivista del Notariato*, 2008.

- CARBONETTI F., *L'acquisto di azioni proprie* in *Rivista delle società*, Milano, Giuffrè, 1988.
- CARRIERE P., *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, in *Rivista delle Società*, Milano, Giuffrè, 2003.
- CASTELLANO P., *Le problematiche della fusione inversa*, in *Rivista del notariato*, Milano, Giuffrè, 2008.
- CERRATO S.A., *Le operazioni di leveraged buy out*, in AA. VV., *Le operazioni societarie straordinarie*, in G. COTTINO (diretto da), *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2011.
- CHARVERIAT e COURET, *Sociétés Commerciales*, Levallois, 2007.
- CHIEFFI I., *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano* in *Giur. Comm.*, 1992.
- CLARIZIA, *Contratti innominati* in *Enciclopedia giuridica Treccani*, Roma 1989.
- CLEMENTI M., LUSCHI G., CECI M., *Le operazioni di leveraged buy out, Aspetti legali, tributari e finanziari*, in *Finanza Aziendale*, Ipsoa, 2009.
- COLOMBO G.E., *Il bilancio di esercizio*, in *Trattato delle società per azioni* (diretto da) G.E. Colombo e G.B Portale, vol. 7, tomo 1, Torino, 1994.
- COSTANZA, *Il contratto atipico*, Milano, 1981 in AA VV *tipicità e atipicità dei contratti*, *Quaderni di Giurisprudenza Comm.*, Milano 1983.
- COTTINO G., *Introduzione del trattato di diritto commerciale*, CEDAM, Padova, 2001.

- DE GREGORIO A., *Corso di diritto commerciale*, Roma, 1954.
- DE GREGORIO G., *Impugnativa di deliberazioni assembleari di società per azioni contrarie all'interesse sociale*, in *Rivista di diritto Commerciale*, 1951.
- DE RUVO G.- OCCHETTA L., *Le società, aspetti civilistici e contabili. Disciplina giuslavorista e antitrust. Normativa e prassi fiscali*, Milano, Egea, 2003.
- DE SENSI V., *brevi note sul leveraged buyout*, in *Dir.Fall.*, 1996.
- DEL GIUDICE A.: *Going private transactions. Perché le società abbandonano la Borsa*, Milano, Franco Angeli, 2012.
- DESIDERI S.A., *Il leveraged buyout tra illiceità e liceità (i limiti all'acquisto di azioni proprie)* in *Il Fisco*, 1993.
- DEZZANI F., *La fusione inversa* in *Rivista italiana di ragioneria e di economia aziendale* - luglio-agosto 2010.
- DI GRAVIO D., *Presentazione* in *Diritto Fall.*, 1990.
- DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Rivista di diritto Commerciale*. 1977.
- DI SABATO F., *Manuale delle società*, Torino, UTET, 1992.
- DI STASIO M., *L'operazione di leveraged buyout in Italia*, in *Impresa c.i.*, 1995.
- DOLMETTA A., *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da SpA a Srl*, in *Corriere giuridico*, Milano, Ipsoa, 2002.
- FERRARA JR. F., *Persone giuridiche*, II ed., Torino, 1973, p. 543.
- FERRI G., *Diritto agli utili e diritto al dividendo* in *Riv. dir. Comm.*, Milano 1963.

- FERRI G., *Fusione di società I) diritto commerciale* in *Enciclopedia Giuridica*, Roma, Treccani, 1989.
- FERRI G., *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1936.
- FERRI G., *La fusione, le società*, in *Trattato di Diritto Civile*, (fondato da) F. Vassalli, X, III, Torino 1987.
- FERRI G., *La fusione, le società*, in *Trattato di Diritto Civile*, (fondato da) F. Vassalli, X, III, Torino 1987.
- FRE' G. e SISA' G., *Delle società per azioni*, in *Commentario del codice civile* (a cura di) Scialoja-Branca, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, Zanichelli, 1997.
- FRE' A., *Sul diritto di recesso*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1967, I.
- FRIGNANI A., *Il leveraged buyout* in *Digesto, discipline privatistiche, sezione diritto commerciale*, IX, Torino, 1993.
- FRIGNANI A., *Il leveraged buyout nel diritto italiano* in *Giurisprudenza Commentata*, 1989.
- GALGANO F., *Lex Mercatoria*, Bologna, Il Mulino, 1993.
- GALGANO F., *Persona giuridica*, in *Novissimo Digesto Italiano, disc. Privatistiche.*, XIII, Torino, 1995.
- GAMBINO A., Intervento in AA.VV. *Il leveraged buyout in Italia*, Diritto Fallimentare, 1990.
- GARDANI-CONTURSI-LISI, *Contratti atipici*, in *Giur. Sistematica*, Torino 1997.
- GERVASONI A., SATTIN F.L., *Private equity e venture capital* in *Manuale di investimento nel capitale di rischio*, Milano, Guerini e Associati, 2008.

- GIARRETTA G., *Il leveraged buy out: delitto perfetto o ingegneria finanziaria?* in *Tigor: Rivista di scienze della comunicazione*, A.IV (2012) n.2 (luglio-dicembre).
- GIORGIANNI M., *Negozi giuridici collegati*, in *Rivista italiana di scienze giuridiche*, 1937.
- GOMMELLINI A., *Le operazioni di leveraged buyout di fronte al diritto italiano delle società (conflitto d'interesse tra socio e società, operazioni sulle proprie azioni, frode alla legge)* in *Rivista di Diritto Commerciale*, 1989.
- GRAMMEGNA F., *Note in punto di leveraged buyout* in *Rivista Commerciale*, 1993.
- GRANDE STEVENS F., *Leveraged buyout/MBO* in AA. VV. *Fusioni, trasformazioni e concentrazioni di comodo: tra autonomia e controllo*, Convegno dicembre 1989, Madonna di Campiglio ed ID in *Dir. Fall.*, Milano.
- GRAZIANI A., MINERVINI G., BELVISO U., *Manuale di diritto commerciale*, Napoli, 1994.
- GRECO P., *Le società nel sistema legislativo italiano*, Torino, 1959.
- GUARINO G., *Il profilo giuridico*, in AA.VV., *La banca d'Italia e il sistema bancario 1919-1936* (a cura di) Guarino-Toniolo, Roma-Bari, Laterza, 1993.
- GUASTINI R., *Interpretare e argomentare* in *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, Milano, Giuffrè.
- GUERRERA F., *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve* (a cura di) N. Abriani e altri, Milano, 2003.

- JAGHER P.G., *L'interesse sociale* in *Riv. Dir. Comm.*, Milano, 1963.
- LAMBERTINI L., in F. Abate-A. Dimundo-L. Lambertini-L. Panzani-A. Patti, *Gruppi, trasformazione, fusione e scissione, scioglimento e liquidazione, società estere*, in *La riforma del diritto societario*, (a cura di) G. Lo Cascio, Milano, 2003.
- LOMBARDI G., *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy out*, in nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002 (ord.) in *Corr. Giur.*, Milano, Ipsoa, 2003.
- LUMINOSO, *Appunti sui negozi traslativi atipici*, Milano, 2007.
- MAGLIULO F., *La fusione di società*, Milano, IPSOA, 2005
- MAGLIULO F., *La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario*, in *Quaderni della fondazione italiana del notariato*, FIN, e-library.
- MAIELLO, *I problemi di legittimità e disciplina dei contratti atipici*, in *Riv. Civ.*, 1987, I.
- MANFREDOCE T., *Il sistema dell'art. 2503*, in *Società*, 1986.
- MARABINI F., *I problemi sempre attuali del leveraged buyout* in *Giurisprudenza Commerciale*, 1996.
- MARASCO F., *Leveraged e management buyout, operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio* in *Notariato*, Milano, IPSOA, 1996.
- MARRELLA F., *La nuova lex mercatoria. Principi Unidroit ed usi del commercio internazionale*, in *Trattato di Diritto Commerciale dell'economia* (diretto da) Francesco Galgano, Vol. XXX, Padova, CEDAM, 2003.

- MELETTI G., Fatto quotidiano pubblicato sul sito www.ilfattoquotidiano.it del 5 Luglio 2014.
- MENGHI I., *L'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie*, in *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Milano, Giuffrè, 1992.
- MINERVINI G., *Il vino vecchio negli otri nuovi*, in *La nuova legge bancaria* (a cura) di M. Rispoli Farina, Jovene, Napoli, 1995.
- MONTALENTI P., *L'abuso del diritto nel diritto commerciale*, in *Rivista di Diritto Civile*, 4, Cedam, 2018.
- MONTALENTI P., *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza regolatoria*, in *Imprese, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, Giappichelli, 2016.
- MONTALENTI M., *Il leveraged buyout* in *Quaderni di giurisprudenza Comm.*, Milano, Giuffrè, 1997.
- MORANO A., *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501-bis*, in *Le Società*.
- MORANO A., *Leveraged buyout, aspetti finanziari, giuridici e contrattuali*, Milano, IPSOA, 1989.
- MORELLO U., *Leveraged e management buy-out: ... una breve postilla*, in *Notariato*, 1996.
- MORELLO U., *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy outs e managements buy outs*, in AA. VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Milano, 1990.
- MORRISSEY D.J., *Law, etichs and leveraged buyout*, 1988.
- MOTTI C., *Sub art 10* in *Testo unico* (a cura di) F. Belli, G. Contento, A. Patroni Griffi, M. Porzio, V. Santoro.

- MOTTI C., *Teoria dei club e ordinamento bancario*, in *Banco di Napoli, Rassegna economica*, ottobre-dicembre, 1991.
- NAVARRINI U., *Delle società e delle associazioni commerciali. Commentario del Codice di Commercio*, II, Milano, 1924.
- PARDOLESI R., *Il leveraged buyout, una novità a tinte forti [o fosche]? in Giur. Comm.*, 1989.
- PARTESOTTI G., *Le operazioni sulle azioni in AA.VV. Trattato delle società per azioni diretto da G. E. Colombo e G. B. Portale*, Torino, 1991.
- PERRINO M., *Commento art. 2501 bis*, in *Società di capitali – commentario* (a cura di) G. Niccolini e A. Stagno D'alcontres, Napoli, Jovene editore, 2004 - vol.III.
- PETTARIN G., *Acquisizione fusione e scissione di società*, Milano, Giuffrè, 1992.
- PICONE L.G., *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buyout in Quaderni di giurisprudenza commerciale*, Milano, Giuffrè, 2001.
- PICONE L.G., *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2003.
- PORZIO M., *Il governo del credito*, Liguori, Napoli, 1976.
- PORZIO M., *La legge bancaria, note e documenti sulla storia segreta*, il Mulino, Bologna, 1981.
- PORZIO M., *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale* (diretto da) V. Buonocore, Torino, Giappichelli, 2006.
- PREITE D., *Il merger leveraged buyout e gli artt. 2357 e 2358 c.c. in Giurisprudenza Commerciale*, 1993.

- PREITE D., *Abuso di maggioranza e conflitto d'interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle Società per Azioni*, (diretto da) G.E. Colombo e G.B. Portale, Torino, 1993.
- RESCIGNO, *Note sull'atipicità contrattuale* in *Contr. e Impr.*, 1990.
- RISPOLI Farina M., *Le particolari operazioni di credito*, in *I contratti delle banche* (a cura di) C. Angelici-F. Belli-G.L. Greco-M. Porzio-M. Rispoli Farina, Utet, Torino, 2001.
- RISPOLI-FARINA, *Voce Mutuo di scopo*, in *Digesto delle discipline privatistiche*, vol. XI, 1994.
- ROMEO R., *Breve storia della grande industria in Italia*, *Il Saggiatore*, Milano 1988.
- SABATELLI E., *Deroghe alla disciplina che regola l'acquisto di azioni proprie* in AA.VV., *La seconda direttiva in materia societaria* (a cura di) L. Buttaro e A. Patroni Griffi, Milano, Giuffrè, 1984.
- SACCO R., *Il contratto* in *Trattato di diritto civile*, Sacco-De Nova, tomo II, Torino, UTET, 1996.
- SALAFIA V., *La fusione delle società commerciali. Introduzione*, in *Società*, 1986.
- SALANDRIA V., *Manuale di diritto commerciale*, I, Bologna.
- Santagata, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. Soc.*, 2004.
- SBORDONE F., *Contratti internazionali e lex mercatoria*, Napoli, ESI, 2008.
- SCELISINGHER P., *Merger leveraged buyout e riforma societaria*, in *Corr. Giur.*, Milano, Ipsoa, 2003.

- SCIALOJA V., *Natura giuridica della trasformazione di società* in *Saggi di vario diritto*, Roma, 1928.
- SCOGNAMIGLIO G., *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Rivista del Notariato*, 1990.
- SCOTTI GALLETTA A., *Negozi collegati e negozio di collegamento* in *Dir. Giur.*, 1968.
- SPOLIDORO M.S., *Fusioni pericolose*, in *Rivista delle Società*, Milano, Giuffrè, 2004.
- SPOLIDORO M.S., in A. Serra-Spolidoro, *Fusioni e scissioni di società*, Milano 1994.
- TARTAGLIA E., *Leveraged buy out. Rischi ed opportunità*, in *Professionisti & Imprese*, Maggioli, 2009.
- TONIOLO G., *Industria e banca nella grande crisi*, ETAS libri, Milano 1978.
- U.N.G.D.C. *Fondazione studi in Profili giuridici di problematicità del merger leveraged buyout*, Roma, 2009.
- VISENTINI B., *Fusione tra società*, Roma, 1942.
- VIVANTE C., *Trattato di diritto commerciale*, II, Milano, 1962.
- ZACCARIA A., *Commentario breve al codice civile* (a cura di) Cian-Trabucchi, CEDAM, Padova, 2016.
- ZIZZO G., *Le riorganizzazioni societarie nelle imposte sui redditi*, Milano, 1996.

SITOGRAFIA

www.repubblica.it.

www.aifi.it.

www.ilsole24ore.com.

www.bancaditalia.it

[www.ilfatto quotidiano.it](http://www.ilfattoquotidiano.it)

www.fondazionenotariato.it.